

# **ABERTURA EXTERNA E LIBERALIZAÇÃO FINANCEIRA: IMPACTOS SOBRE CRESCIMENTO E DISTRIBUIÇÃO NO BRASIL DOS ANOS 90**

Marcelo Dias Carcanholo

Tese submetida ao Instituto de Economia da  
Universidade Federal do Rio de Janeiro, como  
parte dos requisitos necessários à obtenção do  
título de Doutor em Economia.

Orientador: Prof. Reinaldo Gonçalves

Novembro / 2002

# ABERTURA EXTERNA E LIBERALIZAÇÃO FINANCEIRA: IMPACTOS SOBRE CRESCIMENTO E DISTRIBUIÇÃO NO BRASIL DOS ANOS 90

Marcelo Dias Carcanholo

Tese submetida ao Instituto de Economia da  
Universidade Federal do Rio de Janeiro, como  
parte dos requisitos necessários à obtenção do  
título de Doutor em Economia.

Aprovada por:



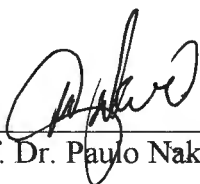
Prof. Dr. Reinaldo Gonçalves (UFRJ – orientador)



Prof. Dr. Theotônio dos Santos (UFF)



Prof. Dr. Wilson Cano (Unicamp)



Prof. Dr. Paulo Nakatani (UFES)



Prof. Dr. Franklin Serrano (UFRJ)

Rio de Janeiro, novembro de 2002.

## RESUMO

Este trabalho pretende analisar os impactos sobre o crescimento econômico e o perfil distributivo na economia brasileira nos anos 90, após a implementação de uma estratégia neoliberal de desenvolvimento ao longo dessa década. Em termos específicos, objetiva-se mostrar que a abertura comercial e a liberalização financeira externa provocaram o aumento da fragilidade financeira e da vulnerabilidade da economia do país, definindo uma restrição externa ao crescimento ao longo do período, e uma maior suscetibilidade à ocorrência de crises de balanço de pagamentos. Em segundo lugar, o trabalho procura testar a hipótese convencional, segundo a qual a abertura externa tenderia a melhorar o perfil distributivo do país, observando indicadores tradicionais de concentração de renda, mas também os impactos da abertura sobre a distribuição funcional da renda, a estrutura do mercado de trabalho e a concentração de riqueza no país.

Palavras-chave: neoliberalismo, abertura externa, crescimento, distribuição de renda e riqueza.

## **ABSTRACT**

The aim of this Dissertation is to analyse how the neoliberal policies implemented in Brazil during the 90's affected the country's economic growth and income distribution. More specifically, it will be discussed how trade and financial liberalization caused an increasing financial fragility and economic vulnerability in Brazil, posing an external constraint to economic growth during the last decade and increasing the probability of balance of payment crisis. The conventional hypothesis, which states that liberalization would reduce income inequality, will also be tested. This will be done by observing the usual indicators that reflect income distribution and also indexes that reflect changes in the functional distribution of income, in labor market structure and in wealth distribution in Brazil during the 90's.

Key words: neo liberalism, economic liberalization, economic growth, income inequality and wealth distribution.



“ Por estos muertos, nuestros muertos,  
pido castigo.

Para los que de sangre salpicaron la  
Patria,

pido castigo.

Para el verdugo que mandó esta  
muerte,

pido castigo.

Para el traidor que ascendió  
sobre el crimen,

pido castigo.

Para el que dio la orden de agonía,  
pido castigo.

Para los que defendieron este crimen,  
pido castigo.

No quiero que me den la mano  
empapada con nuestra sangre,  
pido castigo.

No los quiero de embajadores,  
tampoco en sus casas tranquilos;  
los quiero ver aquí juzgados,  
en esta plaza,  
en este sitio.

Quiero castigo,  
quiero castigo.”

(Pablo Neruda)

## AGRADECIMENTOS

Ao Prof. Reinaldo Gonçalves que sempre incentivou a intensificação da perspectiva crítica no estudo dos problemas e destinos de nosso país.

A todas as pessoas com as quais convivi na UFRJ, o que inclui tanto professores quanto funcionários.

Aos colegas da pós-graduação no IE-UFRJ, em específico a André e Juan Pablo, com quem tive o prazer de discutir assuntos teóricos e políticos a respeito de nossos trabalhos.

Ao IE-UFU, que me sustentou, em todos os sentidos, nesse tempo todo de doutorado mas, principalmente, por manter o ambiente agradável de trabalho, principal satisfação no meu regresso.

A todos os que tive o prazer de conhecer no Rio de Janeiro, e à própria cidade, da qual me sinto fazendo parte. Especial agradecimento merece o pessoal da “pelada das quartas”, no “Clube dos Macacos”, evento que me permitiu espairecer e revigorar as forças, aliás, a verdadeira função da pelada.

A todos os companheiros do grupo de estudos sobre Filosofia da Ciência (“Grupo de Niterói”: Mário, Juan, Joãozinho, Sônia e Clician) pelos momentos compensadores de reflexão e engajamento.

Àqueles que fui conhecendo por essa minha peregrinação nas terras tupiniquins e hoje considero como meus irmãos: Nicolás (irmão de peregrinações latino-americanas), Fabiano, Dida, Bernardo, Carlão, Robson, Juan, Márcio e Marcelo (Mané).

Aos amigos que fiz na minha terra natal, que passei a (re)conhecer só depois de 30 anos.

A Grasiela, pelo companheirismo no apagar das luzes deste trabalho.

A meus avós, pessoas que mais sentiram nossa ausência por tanto tempo.

COMO SEMPRE, À MINHA FAMÍLIA,  
E A TODAS AQUELAS QUE PASSARAM  
PELA DURA PROVA DO EXÍLIO,  
NEM SEMPRE COM SUCESSO.

## ÍNDICE

<b>INTRODUÇÃO</b>	01
1- OBJETO DE ESTUDO	01
2- JUSTIFICATIVA E REFERENCIAL TEÓRICO	04
3- OBJETIVOS DO TRABALHO	09
4- ESTRUTURA DO TRABALHO	12
 <b>CAPÍTULO 1 – ABERTURA EXTERNA: LIBERALIZAÇÃO FINANCEIRA EXTERNA E ABERTURA COMERCIAL</b>	14
 1.1- A ABERTURA EXTERNA E AS SUAS JUSTIFICATIVAS	19
1.1.1- Abertura comercial e competitividade	20
1.1.2- Liberalização e abertura financeiras	25
1.2- REVISÃO DAS JUSTIFICATIVAS CONVENCIONAIS PARA A ABERTURA	31
1.2.1- O argumento seqüencial	31
1.2.2- O revisionismo do pós-Consenso de Washington: imperfeições de mercado e a reforma das reformas	33
1.3- A VISÃO CRÍTICO-CONJUNTURAL	38
1.4- HIPÓTESE DA FRAGILIDADE E DA VULNERABILIDADE EXTERNAS	40
1.4.1- Trilogia impossível e autonomia de política	40
1.4.1.1- Desregulamentação financeira interna e autonomia das autoridades monetárias	41
1.4.1.2- Liberalização financeira externa e autonomia de política	46
1.4.2- Fragilidade financeira interna	51
1.4.3- Fragilidade e vulnerabilidade externas	57
 <b>CAPÍTULO 2 – EXPERIÊNCIAS INTERNACIONAIS DE ABERTURA E INSERÇÃO EXTERNA</b>	62
 2.1- ABERTURA EXTERNA E REFORMAS DE MERCADO NOS PAÍSES CENTRAIS: DISCURSO E PRÁTICA	62
2.2- A OPÇÃO DE INSERÇÃO INTERNACIONAL DOS PAÍSES ASIÁTICOS	70
2.3- POLÍTICAS NEOLIBERAIS E ABERTURA EXTERNA NA AMÉRICA LATINA: PRIMEIRAS EXPERIÊNCIAS E DECEPÇÕES	76
2.3.1- Chile: o campo de testes e o fascismo de mercado	76
2.3.2- Argentina: abertura externa em dois momentos	87
2.3.2.1- Abertura externa sob a ditadura política e mercantil	87
2.3.2.2- Abertura externa e dolarização	93
2.3.3- México: mais um experimento no início da década de 90	100

## **CAPÍTULO 3 – A EXPERIÊNCIA BRASILEIRA DE ABERTURA EXTERNA: O NEOLIBERALISMO TARDIO** 112

### **3.1- ESTRATÉGIAS DE DESENVOLVIMENTO E INSERÇÃO EXTERNA NO PASSADO** 112

3.1.1- Estrangulamento externo e industrialização no período 1945-64 117

3.1.2- A época da ditadura militar até o final da década de 70 124

3.1.3- Crise da dívida e ajuste exportador: a década perdida 127

### **3.2- ANOS 90: A IMPLEMENTAÇÃO NO BRASIL DA ESTRATÉGIA NEOLIBERAL DE DESENVOLVIMENTO** 133

3.2.1- Os planos de estabilização: a panacéia da estabilização continua 134

3.2.2- Embasamento teórico e implementação do Plano Real 137

3.2.3- O processo de abertura comercial 143

3.2.4- Liberalização da conta de capital e abertura financeira 149

3.2.4.1- Processo de desregulamentação do mercado financeiro interno 150

3.2.4.2- Abertura ao capital externo 151

3.2.4.3- Impactos e modificações na estrutura do Sistema Financeiro Brasileiro 156

3.2.4.4- Administração do grau de abertura financeira 160

## **CAPÍTULO 4 – ABERTURA EXTERNA BRASILEIRA E SEUS IMPACTOS AO LONGO DA DÉCADA DE 90** 164

### **4.1- A VULNERABILIDADE EXTERNA COMO RESTRIÇÃO AO CRESCIMENTO** 166

4.1.1- Inviabilidade estrutural externa 169

4.1.2- Inviabilidade estrutural interna 176

4.1.3- Vulnerabilidade e evolução conjuntural 180

4.1.4- As restrições conjunturais e a crise cambial 188

### **4.2- IMPACTOS DISTRIBUTIVOS NOS ANOS 90** 194

4.2.1- Distribuição de riqueza: um exercício de estimação 206

## **CONCLUSÃO** 214

## **REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS** 218

## ÍNDICE DE QUADROS, TABELAS E GRÁFICOS

### **CAPÍTULO 1 – ABERTURA EXTERNA: LIBERALIZAÇÃO FINANCEIRA EXTERNA E ABERTURA COMERCIAL**

Quadro 1 – Estrutura de balanço de um banco (administração do ativo)	42
Quadro 2 – Estrutura de balanço de um banco (administração do passivo)	44

### **CAPÍTULO 2 – EXPERIÊNCIAS INTERNACIONAIS DE ABERTURA E INSERÇÃO EXTERNA**

Tabela 1 – Estoque de dívida pública para títulos acima de 1 ano (US\$ bilhões)	64
Tabela 2 – Percentual de títulos da dívida pública detida por estrangeiros	65
Tabela 3 – Estoque de dívida pública em US\$ bilhões – EUA e OCDE (1980-1994)	69
Tabela 4 – Conta corrente em % do PIB, Ásia (1993-1996)	75
Tabela 5 – Indicadores Macroeconômicos e Sociais (Chile: 1973-1982)	77
Tabela 6 – Balanço de Pagamentos – Chile (1973-1982) em US\$ milhões	79
Tabela 7 – Taxa de câmbio real efetiva – Chile (1977-1982)	80
Tabela 8 – Sequência da abertura comercial – Chile (1973-1979)	81
Tabela 9 – Endividamento externo chileno (1973-1982) em US\$ milhões	84
Tabela 10 – Indicadores Macroeconômicos – Argentina (1976-1983)	88
Tabela 11 – Balanço de Pagamentos – Argentina (1976-1983) em US\$ milhões	90
Tabela 12 – Endividamento externo argentino (1976-1983) em US\$ milhões	92
Tabela 13 – Indicadores Macroeconômicos – Argentina (1989-1999)	93
Tabela 14 – Composição dos depósitos bancários – Argentina (1988-1998) em US\$ bilhões	94
Tabela 15 – Evolução da estrutura tarifária – Argentina (1988-1991)	95
Tabela 16 – Balanço de Pagamentos – México (1982-1988) em US\$ milhões	101
Tabela 17 – Indicadores Macroeconômicos – México (1982-1988)	102
Tabela 18 – Evolução do regime de proteção mexicano (1980-1991)	105
Tabela 19 – Balanço de Pagamentos – México (1989-1997) em US\$ bilhões	108
Tabela 20 – Indicadores Macroeconômicos – México (1989-1998) em %	108
Tabela 21 – Investimentos estrangeiros em dívida pública – México (1991-1996) em US\$ bilhões	109

### **CAPÍTULO 3 – A EXPERIÊNCIA BRASILEIRA DE ABERTURA EXTERNA: O NEOLIBERALISMO TARDIO**

Tabela 1 – Balanço de Pagamentos 1947/1964 (US\$ bilhões)	121
Tabela 2 – Dívida externa total, por prazo (1979-1989) – US\$ bilhões	128
Tabela 3 – Balanço de Pagamentos (1980-1989) – US\$ bilhões	129
Tabela 4 – Variáveis macroeconômicas (1980-1989)	130
Gráfico 1 – Evolução da taxa de câmbio efetiva (1990-1999)	141
Tabela 5 – Variação anual dos preços em % (1990-1999)	142
Tabela 6 – Déficit público em % do PIB (1990-2000)	143
Tabela 7 – Cronograma de reduções tarifárias	146
Tabela 8 – Tarifa nominal e TEC (em %)	147
Tabela 9 – Tarifa efetiva e TEC (em %)	147

Tabela 10 – Coeficiente de penetração das importações (1990-2000)	148
Tabela 11 – Captação Bruta de Recursos Externos no Brasil, 1991-97 (composição em %)	157
Tabela 12 – Volume total negociado no mercado de derivativos na BM&F (1994-00)	158
Tabela 13 – Participação das instituições nos ativos da área bancária (em %) 1993-00	160
Tabela 14 – Participação das instituições nos depósitos da área bancária (em %) 1993-00	160
Tabela 15 – Participação das instituições nos créditos da área bancária (em %) 1993-00	160

#### **CAPÍTULO 4 – ABERTURA EXTERNA BRASILEIRA E SEUS IMPACTOS AO LONGO DA DÉCADA DE 90**

Tabela 1 – Indicadores Macroeconômicos do Brasil (1989-2000)	164
Tabela 2 – Balanço de Pagamentos do Brasil em US\$ bilhões: contas selecionadas (1989-1994)	166
Tabela 3 – Balanço de Pagamentos do Brasil em US\$ bilhões: contas selecionadas (1995-2000)	167
Gráfico 1 – Taxa real de juros sobre títulos federais (overnight), 1990-1999 (taxa trimestral anualizada)	167
Tabela 4 – Dívida Externa: Estoque e Composição em US\$ bilhões (1989-1994)	169
Tabela 5 – Dívida Externa: Estoque e Composição em US\$ bilhões (1995-2000)	169
Tabela 6 – Indicadores de Vulnerabilidade Externa (1989-1994)	170
Tabela 7 – Indicadores de Vulnerabilidade Externa (1995-2000)	171
Gráfico 2 – Estrutura do saldo em transações correntes – Brasil (US\$ milhões)	172
Tabela 8 – Estoque do passivo externo brasileiro em US\$ bilhões (1990-2000)	173
Tabela 9 – Serviço do passivo externo brasileiro em US\$ bilhões (1990-2000)	174
Tabela 10 – Indicadores de Vulnerabilidade em relação ao Passivo Externo (1989-1994)	175
Tabela 11 – Indicadores de Vulnerabilidade em relação ao Passivo Externo (1995-2000)	175
Tabela 12 – Dívida Líquida do Setor Público em R\$ bilhões (1994-2000)	177
Gráfico 3 – Dívida Líquida do Setor Público (% do PIB) 1990-2000	178
Tabela 13 – Dívida Mobiliária Federal 1994-2000 (R\$ bilhões)	178
Tabela 14 – Juro, Investimento e Crescimento, 1990-2000 (%)	179
Gráfico 4 – Juros líquidos / Exportações (%)	181
Gráfico 5 – Dívida externa total / PIB (%)	182
Gráfico 6 – Dívida externa líquida / PIB (%)	182
Gráfico 7 – Reservas internacionais / Dívida externa total (%)	183
Gráfico 8 – Dívida externa total / Exportações (anos)	184
Gráfico 9 – Dívida externa líquida / Exportações (anos)	184
Gráfico 10 – Serviço da dívida externa / Reservas internacionais (%)	185
Gráfico 11 – Juros líquidos / Reservas internacionais (%)	186
Gráfico 12 – Déficit em transações correntes (% do PIB)	186
Gráfico 13 – Serviço da dívida externa / Exportações (%)	187
Gráfico 14 – Serviço da dívida externa / PIB (%)	187
Tabela 15 – Taxa de desemprego em (%) 1994-1999	190
Tabela 16 – Evolução da distribuição de renda no Brasil (1960/1990)	194

# INTRODUÇÃO

## 1- OBJETO DO ESTUDO

A eleição de Thatcher na Inglaterra em 1979 e a execução da *Reaganomics* nos Estados Unidos nos anos 80 provocaram a revitalização do receituário neoliberal, que passou a ser hegemônico. Entretanto, o neoliberalismo teve efetiva implementação inicial na América Latina, sendo o Chile o primeiro país a fazê-lo em 1973, após o golpe militar liderado por Pinochet. Uruguai em 1974 e Argentina em 1976 também experimentaram a terapia neoliberal antes de sua hegemonia ideológica.

O fracasso dessas experiências da década de 70 e das políticas ortodoxas de estabilização dos anos 80<sup>1</sup> foi interpretado pela visão neoliberal como sendo consequência de desequilíbrios ou distorções, que impediriam o livre funcionamento da economia de mercado. Estas distorções (déficits fiscais crônicos, mercado de bens e de trabalho regulamentados, mecanismos de indexação salarial, desregulamentação financeira sem aparato de fiscalização e erro na sequência da abertura externa) seriam muito mais efeitos dos erros de implementação do que da natureza das próprias políticas propostas.

Como forma de fornecer subsídio para os *policy makers* dos países latino-americanos, foi realizada em 1989 uma reunião entre membros dos organismos internacionais financeiros, funcionários do governo americano e economistas desses países. Suas conclusões ficaram conhecidas como o Consenso de Washington<sup>2</sup>. A natureza das propostas se traduz na idéia de que a estabilização deve vir necessariamente acompanhada de reformas<sup>3</sup>. Dentre as propostas, tem-se a disciplina fiscal, que visaria a obtenção de um superávit primário e de um déficit operacional de no máximo 2% do PIB. A prioridade fiscal seria "...redirecionar os gastos de áreas ... que recebem mais recursos que seu retorno econômico justifica ... para áreas

---

<sup>1</sup> Década esta que ficou conhecida como a "década perdida" para a região por causa da estagnação de seu PIB per capita.

<sup>2</sup> As conclusões da reunião foram compiladas em Williamson (1990).

<sup>3</sup> Como o caráter dessas reformas não é meramente econômico, tornava-se necessária a alteração de aspectos político-institucionais nos países que as aplicassem. Dado que esta tarefa envolve conflitos não desprezíveis, foi realizada uma outra reunião, em 1993, para fornecer subsídios de atuação no campo político-institucional interno. As conclusões e prescrições desta nova reunião são encontradas em Williamson (1994).



negligenciadas com alto retorno econômico e potencial..." (Williamson, 1992: 44). Outra proposta seria a manutenção de uma disciplina monetária e a desregulamentação financeira interna para liberalizar o financiamento, com o objetivo final de obter uma determinação da taxa de juros via mercado, mas com uma taxa real moderada. No que se refere à taxa de câmbio, ela deveria ser unificada em cada país e fixada em um nível competitivo, mas aceitando alguma sobrevalorização momentânea como componente de programas de estabilização (Batista, 1994). No *front* externo, deveriam ser promovidas a liberalização comercial e financeira, como forma de aumentar a concorrência interna, mobilizar a poupança externa e reduzir o risco de políticas locais inadequadas, dada a perda de autonomia da política econômica. A privatização das estatais e a desregulamentação dos mercados de bens e de trabalho completariam o Consenso de Washington, na medida em que acentuariam o papel do mercado na economia, ajudando a elevar o grau de competitividade da economia e a gerar empregos de alta qualidade. A primeira ainda é defendida como uma forma de saldar ou diminuir a dívida pública<sup>4</sup>.

Como reconheceu o próprio responsável pelo termo Consenso de Washington, os objetivos destas propostas são claramente a drástica redução do Estado e a abertura total e irrestrita dos mercados, o que evidencia o seu caráter neoliberal (Williamson, 1992: 45).

Embora o discurso neoliberal tenha obtido uma grande repercussão nos países centrais, o que se observa é que a liberalização comercial e a redução da participação do Estado na economia não foram tão drásticas assim nesses países<sup>5</sup>. Já na América Latina, as políticas neoliberais têm sido plenamente aplicadas e com menor resistência. Podem, portanto, fornecer uma melhor compreensão dos resultados desse tipo de política. Ainda que a sistematização destas idéias neoliberais, enquanto um receituário de medidas/reformas a serem implementadas na periferia, só tenha sido cristalizada na virada dos anos 80 para os 90, com o Consenso de Washington, a efetiva implementação do programa neoliberal, como visto, já tinha ocorrido na América Latina nos anos 70.

---

<sup>4</sup> O fato de que muitos dos objetivos não tenham sido atingidos, quando da implementação dessas propostas em vários países, não significa que as medidas propagandeadas não tenham sido aplicadas. Muito pelo contrário, isso já seria uma prova de que existe muita diferença entre o que se vende como discurso e o que se obtém na prática.

<sup>5</sup> Esta assimetria é mais nítida quando se observa os EUA. "A bem da verdade, a política de reestruturação norte-americana foi feita à custa do neoliberalismo dos demais países, com importações artificialmente barateadas pela valorização do dólar e parte substancial de seus déficits comercial e fiscal por eles financiados" (Cano, 2000: 26-27).

Um pouco atabalhoada e tardiamente, o Brasil passa a implementar as reformas neoliberais, exatamente na passagem da década de 80 para a de 90. O governo Fernando Henrique Cardoso (FHC), eleito em 1994, embora tenha modificado o tipo de política de estabilização macroeconômica<sup>6</sup>, dá continuidade à estratégia neoliberal, ao defender a política antiinflacionária como pré-requisito para a retomada do crescimento, e as reformas estruturais como meio de obter essa retomada do desenvolvimento.

Ainda em 1991, Pedro Malan, o ministro da Fazenda do governo FHC, afirmava que para assegurar o crescimento, desenvolvimento e mudança tecnológica de longo prazo, seria preciso mais do que a estabilidade macroeconômica e a reforma microeconômica, elementos definidos pelo Consenso de Washington. Segundo o autor, o Estado teria um papel essencial ao influir como um aliado em um "...mecanismo de coordenação que sobrepõe a tendência do mercado de exercer suas opções de espera: opção de postergar investimento em fábricas de equipamentos; opção de postergar a repatriação de *flight capital*; opção de permanecer em ativos altamente líquidos e assim por diante" (Malan, 1991: 11). Aparentemente, o que ele considera como essencial no papel do Estado é o seu caráter de aliado ao mecanismo de mercado, atuando apenas onde este não for eficiente, isto é, onde este exercer suas opções de espera; quando este optar por esperar, quem não espera é o Estado. A essencialidade do Estado em um projeto de desenvolvimento estaria na possibilidade de sua atuação junto às imperfeições do mercado, ou seja, como complemento à tendência deste último.

A singularidade e a efetiva implementação do receituário neoliberal na América Latina formam o contexto que define o objeto do trabalho proposto. Sem deixar de lado os outros casos importantes como Chile, Argentina e México, o estudo foca as políticas neoliberais no Brasil durante a década de 90, especificamente, o impacto da abertura externa (abertura comercial e liberalização financeira externa) sobre o padrão de crescimento e a distribuição. Como o escopo do objeto se restringe à década de 90, a análise não se estende até o ano de 2001, momento em que ocorre uma inflexão na economia mundial, que repercutiu no desempenho não só da economia brasileira, mas também no de outras economias da América Latina. Mesmo assim, é preciso ressaltar que os acontecimentos do período 2001-2002 parecem trazer forte evidência a favor dos argumentos centrais levantados neste trabalho.

---

<sup>6</sup> Na verdade, o Plano Real começa a ser executado um pouco antes da eleição de FHC, mas é o governo deste que dá sustentação ao plano após a sua eleição.

## 2- JUSTIFICATIVA E REFERENCIAL TEÓRICO

A importância da referência dos casos anteriores de aplicação dessas políticas na América Latina reside no fato de que essas experiências já demonstraram que, dentre outros efeitos, produz-se extremas fragilidade externa – dependência exacerbada em relação aos capitais externos em um mundo de forte instabilidade do sistema financeiro internacional - e vulnerabilidade – baixa capacidade de resistência da economia nacional frente a choques externos decorrentes da fragilidade<sup>7</sup>.

Ao implementar-se políticas de estabilização baseadas em âncoras cambiais, provocou-se uma sobrevalorização do câmbio real que, em conjunto com um elevado grau de abertura comercial, gerou saldos negativos na conta comercial. Para financiá-los, a alternativa é a atração de capitais externos por meio de altas taxas de juros internas. Estes capitais ainda se aproveitam da elevação do grau de liberalização financeira externa, e acabam por incrementar a tendência de valorização do câmbio real.

Restrições externas provocadas por esse tipo de política, aparentemente, são resolvidas por correções na taxa de câmbio, de forma que, se as taxas de desvalorização nominal superarem as taxas de inflação, ocorrerá uma desvalorização do câmbio real, diminuindo os déficits na balança comercial. Isto reduziria a necessidade de atração de capitais externos e, portanto, de se manter taxas elevadas de juros, o que poderia promover o crescimento futuro. Esta visão conjuntural acaba reduzindo o problema da vulnerabilidade externa a uma mera correção de preços relativos, o nível geral de preços doméstico *vis a vis* os preços externos.

Entretanto, como demonstraram as experiências chilena, argentina e mexicana, a vulnerabilidade externa, que se manifesta em sobrevalorização cambial, déficits externos crônicos e superendividamento público, possui um caráter mais estrutural, rígido. A elevação do grau de abertura comercial de uma economia como essas, promove dois efeitos. O efeito direto diz respeito à elevação no volume de importações, o que impacta diretamente sobre as contas externas. Um segundo efeito indireto sobre as contas externas se produz quando essa abertura comercial promove uma reestruturação

---

<sup>7</sup> Comparando as experiências asiática e latino-americana, Medeiros (1997: 299) afirma: "do ponto de vista macroeconômico, a consequência maior dos distintos anos 80 na Ásia e América Latina sobre os anos 90 foi a maior fragilidade externa que se abateu no continente latino-americano em meio à abundância de capitais externos. Esta vulnerabilidade decorre de três aspectos. O maior peso das transferências financeiras, a menor taxa de crescimento das exportações, a maior volatilidade dos fluxos de capitais".

econômica interna. Como os produtos externos se tornam mais baratos, as encomendas da indústria terminam por se transferir para os bens produzidos externamente. Este processo, depois de algum tempo, leva ao fechamento de unidades produtivas internas, o que lhe justifica a nomenclatura de *processo de desubstituição de importações*. Assim, a elasticidade da demanda da indústria por importações, notadamente por bens intermediários, acaba se elevando. Com isso, qualquer crescimento da renda interna acaba por se refletir em uma elevação das importações e, portanto, em problemas nas contas externas.

Além dos efeitos da abertura comercial, o caráter rígido da restrição externa, dada pela vulnerabilidade, é agravado pela liberalização financeira externa. Esta promove a entrada de capitais externos que, sob uma forma ou outra de entrada, acabam por se refletir em transferências futuras de juros, lucros e dividendos – isto quando não entram na forma de capital especulativo de curto prazo –, implicando na piora da conta de serviços no futuro. Os problemas das contas externas oriundos de uma longa trajetória de câmbio real sobrevalorizado são, desta maneira, potencializados pela abertura comercial, que leva a saldos negativos na balança comercial, e pela liberalização financeira externa, que tende a agravar o déficit em transações correntes, ao mesmo tempo em que pode promover a entrada maciça de capitais externos, contribuindo para a sobrevalorização cambial. Assim, antes de um mero problema de preços relativos, a fragilidade externa e a vulnerabilidade dessas economias são mais decorrência das estratégias de aumento do grau de abertura externa, inerentes as políticas neoliberais que foram implementadas.

Ao contrário do que se costuma supor, o ajuste neoliberal e, em específico, as políticas propostas pelo Consenso de Washington, não se resumem à estabilização macroeconômica, mas conformam uma concepção de desenvolvimento da qual a primeira é apenas um componente<sup>8</sup>. Pode-se dividir o programa de ajuste neoliberal em três elementos ou componentes distintos<sup>9</sup>.

---

<sup>8</sup> "Este enfoque [neoliberal] tem se refletido em algumas reformas fundamentais das políticas e dos mercados, e tem um duplo objetivo de estabilização macroeconômica e desenvolvimento da competitividade internacional" (Rosenthal, 1996: 11). Este último aspecto é que propiciaria o crescimento de mais longo prazo.

<sup>9</sup> Na realidade, Fiori (1997: 12) define o programa neoliberal em três fases. O termo "fase", empregado por ele, talvez não seja o melhor, pois pode dar a idéia de uma seqüência necessária e mecânica, sem interfaces. Cano (1999: 300) prefere falar em dois principais conjuntos que compõem as reformas neoliberais. Esses dois conjuntos correspondem às duas primeiras fases definidas por Fiori: estabilização e reformas estruturais.

O primeiro componente seria o da estabilização macroeconômica, com o objetivo de reduzir a inflação e controlar as contas governamentais. Não se pode dizer que haja uma política econômica de estabilização claramente neoliberal, apenas que o fracasso das políticas ortodoxas para completar este elemento do programa neoliberal provocou a introdução de instrumentos heterodoxos no combate à inflação, como a utilização da âncora cambial, seja na forma de regimes dolarizados ou de bandas cambiais<sup>10</sup>.

As reformas estruturais de abertura comercial, desregulamentação dos mercados, privatização de estatais e de serviços públicos, a eliminação da maior parte dos subsídios, garantindo a liberalização dos preços, e a abertura financeira, formam o segundo elemento. São pré-condições estruturais que possibilitam o funcionamento da economia de mercado, com prudência fiscal, apoiada na iniciativa privada que, para o pensamento neoliberal, garantem o terceiro elemento do programa com a retomada dos investimentos e crescimento econômico associado à distribuição de renda para os países periféricos<sup>11</sup>. A economia de mercado, funcionando sem intervenções e/ou regulamentações levaria à *ordem natural harmônica*, ao desenvolvimento econômico.

Evidentemente, a sequência aqui ilustrada de implementação deste programa não é tão mecânica. Há instrumentos da fase de reformas estruturais, por exemplo, que ajudam na estabilização macroeconômica, ou seja, podem existir situações concretas em que instrumentos das duas primeiras fases podem se sobrepor. A abertura comercial, elemento das reformas estruturais, promove a concorrência entre os produtos importados e os nacionais, o que tende a reduzir os preços domésticos. A desregulamentação (flexibilização) do mercado de trabalho, por sua vez, pode reduzir os custos do trabalho, segundo o discurso neoliberal, na medida em que diminui os encargos sobre o trabalho, proporcionando o aumento do número de vagas no mercado de trabalho e contribuindo também para o combate à inflação.

Essa característica leva alguns autores a argumentar que não é possível chamar o enfoque neoliberal de paradigma por causa de suas diferentes aplicações práticas em termos de instrumentos, ritmo de implementação, sequência e combinação de políticas,

---

<sup>10</sup> Portanto, não é possível qualquer tipo de identificação do ajuste neoliberal apenas com políticas ortodoxas de administração de demanda, ainda que estas tenham sido aplicadas em algum momento.

<sup>11</sup> É neste ponto que se define o maior perigo de entender o termo “fase” como algo necessariamente sequencial. Assim procedendo, acaba-se por aceitar o argumento neoliberal de que o desenvolvimento (fase III) é fruto necessário das reformas neoliberais (fase II). Embora isto não passe de um *wishful thinking*, é exatamente assim que o argumento costuma ser apresentado pelos seus simpatizantes.

em função das diversas especificidades dos países que implementaram esse tipo de enfoque. Rosenthal (1996) cita os distintos regimes cambiais adotados, as diferentes políticas de estabilização macroeconômica e a forma diferenciada como foi liberalizada a conta de capital, como exemplos deste tipo de argumento.

Entretanto, a diversidade de formas de implementação da estabilização e da abertura externa não é o que define o programa neoliberal, mas a natureza das reformas. Em primeiro lugar, é importante a estabilização macroeconômica, independentemente da forma (ortodoxa ou heterodoxa) utilizada, pois ela é considerada uma pré-condição para os outros dois componentes do programa<sup>12</sup>. Entretanto, a principal diretriz do programa neoliberal, dada a estabilização, são as reformas estruturais que, supostamente, garantiriam o crescimento e o desenvolvimento futuros, pois elas gerariam a concorrência entre a iniciativa privada, levando a ganhos de produtividade e competitividade. Em suma, a política neoliberal se define por um ideário de mais longo prazo, uma concepção de desenvolvimento, embora tenha como pré-condição uma política de estabilização de curto prazo, ortodoxa ou não<sup>13</sup>.

Dentre as reformas estruturais, a abertura externa é uma das mais importantes, até como forma de obter o financiamento externo e incentivar a concorrência e a produtividade, fatores tidos como necessários para a retomada do crescimento. Essa abertura externa é composta pela abertura comercial, no que se refere à liberalização das importações e à promoção das exportações, pela abertura na conta de transações correntes, traduzida na maior facilidade de remessa de lucros e dividendos, por exemplo, e pela liberalização da conta de capital. Do lado financeiro, um maior grau de abertura significa uma maior facilidade dos residentes para adquirir direitos e assumir obrigações em moeda estrangeira e dos não-residentes em acessar os vários setores do mercado financeiro local (Akyüz, 1992).

Especificamente no que se refere à abertura externa, o pensamento neoliberal passou de uma defesa do tratamento de choque, para um argumento sequencial<sup>14</sup>. O tratamento de choque ou liberalização radical não se preocupava com alguma sequência

<sup>12</sup> A estabilização é um dos principais componentes para a obtenção dos chamados *fundamentos* que, após a abertura externa, garantem a absorção de capitais externos.

<sup>13</sup> Nesse sentido, o Plano Real faz parte de um programa neoliberal de desenvolvimento "...por sua concepção estratégica de longo prazo, anunciada por seus autores, desde a primeira hora, como condição inseparável de seu sucesso no curto prazo ... para que só depois de restaurada numa economia aberta de mercado possa dar-se então a retomada do crescimento" (Fiori, 1997: 14). Para o mesmo aspecto, só que para o caso chileno da década de 70, ver Foxley (1988).

<sup>14</sup> Mckinnon (1973) e Mckinnon (1991).

na liberalização comercial e da conta de capital, limitando-se a apregoar as benesses das duas. Por outro lado, o argumento seqüencial defende que a desrepressão financeira interna deve ser realizada em primeiro lugar. Ela seria obtida por meio de uma reforma fiscal para reduzir a rigidez das taxas de juros e pela desregulamentação financeira doméstica. Isso se justificaria porque, em se mantendo a repressão financeira interna, e com taxas de juros domésticas superiores às internacionais, a entrada de recursos externos levaria ao superendividamento externo e à valorização cambial. Em seguida, deveria ser feita a unificação do mercado cambial para acabar com as discriminações contra exportadores e/ou importadores potenciais. Só depois disso é que seriam realizadas a abertura comercial e, necessariamente por último, a liberalização financeira externa<sup>15</sup>.

Com as recentes crises financeiras da década de 90, o argumento seqüencial teve que ser complementado. Segundo essa "revisão", a estabilização e a seqüência das reformas são insuficientes, pois os mercados financeiros possuem informações assimétricas. Em outras palavras, uma economia de mercado totalmente desregulamentada e liberalizada não traria os resultados decantados, já que existem imperfeições de mercado, conforme Stiglitz (1999), o que demandaria a presença do Estado para atenuar/regular essas imperfeições<sup>16</sup>. Embora isto aparente um certo recuo na idéia neoliberal de mais mercado e menos Estado, é necessário deixar claro que este tipo de intervenção só se justifica para corrigir as falhas de mercado, a fim de tornar a economia de mercado mais competitiva e eficiente. É a natureza dos mercados que define a forma e o grau da intervenção, indesejável, porém necessária, e não o contrário.

Até mesmo um autor que se afirma neoestruturalista (cepalino) acaba concluindo o mesmo: "por certo, os princípios que inspiram esta virada [neoliberal] - a economia de mercado, a propriedade privada, a prudência fiscal e o protagonismo do setor privado - são patrimônio das principais correntes do pensamento econômico atual: do neoliberalismo por um lado e do neoestruturalismo por outro" (Ramos, 1997: 16). A diferença que existiria entre as duas correntes, segundo o próprio autor, é que os neoestruturalistas (neocepalinos) acreditariam que esses princípios são condição necessária para o desenvolvimento, mas não suficiente. Restaria ao Estado corrigir as

---

<sup>15</sup> "Existe hoje um consenso de que a conta de capitais é o último fator a ser liberado" (Williamson, 1992: 46).

<sup>16</sup> Note-se a semelhança deste argumento com a perspectiva de Malan (1991), citada anteriormente, para o qual a "essencialidade" na atuação do Estado acaba sendo diluída na sua restrição à regulação das imperfeições de mercado, e na subordinação daquela à lógica deste.

falhas do mercado, especificamente, implementar medidas adicionais para evitar problemas distributivos, já que as reformas neoliberais trazem resultados apenas no longo prazo. Se este autor tiver razão, o projeto *Reforming the reforms*<sup>17</sup> da nova CEPAL não parece estar muito longe do revisionismo do pós-Consenso de Washington, como define Stiglitz (1999): o Estado como suporte da natureza e lógica dos mercados.

Aceitando que o programa neoliberal tem suas medidas e instrumentos articulados em dois conjuntos diferentes (programas de estabilização e reformas estruturais), a referência teórica deste trabalho é a de que as experiências passadas de sua implementação referendam a impossibilidade de se obter, a partir disso, regimes sustentados de crescimento e desenvolvimento econômicos. Os resultados dessas experiências mostram que, ao contrário de uma retomada dos investimentos e de uma redistribuição de renda, o que se produz é uma situação de fragilidade e vulnerabilidade externas, que acabam por restringir o crescimento e, no melhor dos casos, manter o padrão de distribuição da renda.

### 3- OBJETIVOS DO TRABALHO

Considerando o objeto e a referência teórica do estudo, o seu objetivo geral é fazer uma avaliação do programa neoliberal de abertura externa implementado no Brasil durante a década de 90. De acordo com o referencial teórico, serão avaliadas as reformas no que diz respeito tanto aos seus efeitos econômicos de mais longo prazo (padrão de crescimento do país e distribuição da renda), quanto aos efeitos de curto prazo sobre variáveis que sejam influenciadas também pelas políticas de estabilização. Apesar de se tratar de uma concepção de desenvolvimento, de mais longo prazo, faz-se necessária também uma avaliação das políticas de estabilização sobre o padrão de crescimento e a distribuição, não apenas por que elas também pertencem ao programa neoliberal, mas porque os seus efeitos condicionam a retomada ou não dos investimentos e a direção e o estágio das políticas de fomento ao desenvolvimento.

Em termos específicos, a avaliação do impacto da abertura externa no Brasil durante a década de 90 será feita sobre o processo de crescimento dessa economia e o perfil distributivo que essa abertura determinou. *O que se pretende demonstrar, em primeiro lugar, é que a abertura comercial e a liberalização financeira externa*

---

<sup>17</sup> No que se refere aos impactos da abertura externa, o projeto de reforma das reformas pode ser encontrado em French-Davis (1999) e Ocampo (1999).



*provocam elevação da fragilidade financeira externa e da vulnerabilidade externa do país, manifestadas, principalmente, na elevação do endividamento público, no superendividamento externo (tanto público quanto privado) e nos crescentes déficits no balanço de pagamentos.* As liberalizações cambial, financeira e comercial, que compõem a estratégia neoliberal de desenvolvimento, levam a uma restrição externa que tende a restringir as taxas de crescimento da economia. Por outro lado, como essa estratégia de desenvolvimento implica na extrema dependência de capitais externos, o aumento da vulnerabilidade acaba por elevar a probabilidade de reversão no fluxo desses capitais, isto é, aumenta a probabilidade de ocorrência de crises de balanço de pagamentos ou cambiais. Daí a importância de se tomar como referência outras experiências latino-americanas (Chile, Argentina e México, em especial) para o neoliberalismo tardio brasileiro<sup>18</sup>, bem como as estratégias de inserção internacional utilizadas pelos países asiáticos, confrontando-as com as primeiras.

Apesar da semelhança no resultado dessas experiências históricas, é preciso diferenciar a natureza da restrição externa que se colocou para esses países em distintos momentos. A crise de balanço de pagamentos na América Latina dos anos 80 foi conseqüência de algumas condições desfavoráveis para a região (Medeiros e Serrano, 1999: 145): drástica redução das fontes externas de financiamento, por conta dos efeitos da crise da dívida externa; deterioração dos termos de troca; forte subida dos juros internacionais; e, redução da demanda pelas exportações da região, em vista da recessão mundial. A resposta a essa crise foi um ajuste exportador, que procurou aumentar os saldos comerciais, através do controle recessivo e da promoção de exportações por meio de políticas cambiais. O resultado, ainda que com um significativo crescimento das exportações, combinou a aceleração inflacionária com a estagnação econômica. Já nos anos 90, o cenário internacional assiste à volta de uma abundante liquidez internacional, por conta tanto do processo de desregulamentação financeira, como da securitização das dívidas externas no início do período. Isso levou a uma mudança no tipo de padrão de financiamento externo (ajuste importador). A nova estratégia possibilitou a obtenção de

---

<sup>18</sup> "A crise do Cone Sul do início dos anos 80, a mexicana de 1994, bem como a dos países asiáticos, afirma-se simultaneamente como uma crise de balanço de pagamentos e uma crise financeira, decorrentes ambas da liberalização financeira e do ajuste importador. Quanto menor a taxa de crescimento das exportações, maior o crescimento do coeficiente de importações e, paradoxalmente, quanto maiores os fluxos de capital já atraídos, menor é a taxa de crescimento compatível com a sustentabilidade deste padrão de financiamento externo" (Medeiros e Serrano, 1999: 146-147). A recorrente relação entre uma dinâmica de acumulação extremamente dependente do financiamento do capital estrangeiro e restrições externas ao crescimento (com crises de endividamento externo) é bem analisada em Tavares (1999).

capital externo para subsidiar programas de estabilização com âncora cambial e para financiar os crescentes déficits em conta corrente; estes originados tanto da abertura comercial, como da sobrevalorização do câmbio real, e da piora na conta de serviços, efeito colateral da abundante entrada de capital externo.

*Em segundo lugar, pretende-se demonstrar que a abertura externa, ao contrário do discurso oficial, tende a ampliar a concentração da renda dentro das economias periféricas, no caso específico do estudo, da economia brasileira na década de 90.* Embora recentes estudos empíricos de caráter ortodoxo, como Slaughter (2000), já tenham percebido esse fato, o que contraria as predições do modelo tradicional de comércio exterior, eles ainda não fornecem uma explicação para isso. Pretende-se argumentar, neste estudo, que a concentração da renda após a abertura externa se dá por dois motivos. O primeiro é um efeito direto das reformas neoliberais que - não se pode esquecer isso - são compostas também por políticas de estabilização que acabam por restringir correções (reposições) salariais, embora possam apresentar um impacto redistributivo do tipo *once and for all*, após a redução do imposto inflacionário, e por reformas no mercado de trabalho que acabam por reduzir o salário médio e a qualidade do emprego oferecido. Além disso, dentro do efeito direto, pode-se acrescentar a tendência que a abertura comercial tem sobre a eliminação de postos de trabalho, o que tende a reduzir a massa salarial nessa economia. O segundo motivo para a elevação da concentração de renda após a abertura externa se define por um efeito indireto desta. Apesar dos ganhos iniciais que podem advir do controle inflacionário, a distribuição de renda possui um caráter estrutural definido pela propriedade dos ativos, ou seja, a distribuição de riqueza, que está ligada a fatores sociais e políticos muito mais complexos, é logicamente anterior à distribuição de renda. A liberalização financeira externa, aqui incluído o efeito da abertura ao investimento direto estrangeiro, tende a provocar uma concentração de riqueza, acentuando o caráter rígido/estrutural da concentração de renda<sup>19</sup>.

Sendo assim, o objetivo deste estudo é analisar os impactos da abertura comercial e da liberalização financeira externa sobre as taxas de crescimento e a distribuição da renda no Brasil dos anos 90. Em específico, procura-se demonstrar que a fragilidade externa e a vulnerabilidade, decorrências da abertura externa, influem

---

<sup>19</sup> Ao analisar a necessidade de altas taxas de juros em uma estratégia de dependência do capital externo e os efeitos dessa necessidade, Cano (2000: 68) conclui que "esse mecanismo (mais as privatizações e a especulação bursátil) acelerou o aumento da concentração da riqueza financeira, desencadeando novas pressões por maiores valorizações do capital".

negativamente sobre o crescimento e o desenvolvimento, por causa da restrição externa que elas criam. Ademais, pretende-se mostrar que esse processo de abertura tende a piorar a concentração de renda no país, não só por causa dos efeitos diretos das reformas neoliberais, mas também pelo efeito indireto da concentração de riqueza. Esta última, se comprovada, coloca a questão do caráter rígido da distribuição de renda, o que pode indicar que qualquer tentativa de redistribuição dos rendimentos, que não passe por uma redistribuição de propriedade, acaba por se restringir a uma solução paliativa e temporária.

#### 4- ESTRUTURA DO TRABALHO

No primeiro capítulo, são apresentadas as principais concepções teóricas que embasam o debate teórico sobre a natureza e os efeitos de uma abertura externa para o caso de uma economia periférica. Essas concepções podem ser agrupadas em três grandes grupos. O primeiro deles é a *visão ortodoxa*, que passou das já clássicas justificativas para a abertura comercial e a liberalização financeira externa (baseadas no estímulo da concorrência dos produtos externos para o aumento da produtividade e na captação da poupança externa para o financiamento do investimento interno), para a defesa da necessidade de uma seqüência ótima para a abertura externa. Após as crises financeiras da década de 90, a visão ortodoxa passa a defender a abertura externa seqüencial como condição necessária para a retomada do desenvolvimento, mas não suficiente. Para isto, é necessária, adicionalmente, a presença de um Estado que regule as imperfeições do mercado, notadamente do mercado financeiro.

Ainda no primeiro capítulo, é analisada a *visão crítico-conjuntural*, segundo a qual a restrição externa ao crescimento econômico é fruto de políticas econômicas (conjunturais) equivocadas, em específico, da utilização da taxa de câmbio como a variável âncora para os programas de estabilização, o que levaria à sobrevalorização do câmbio real e aos conseqüentes problemas de balanço de pagamentos. Em seguida, apresenta-se a terceira visão, a *hipótese da fragilidade e vulnerabilidade externas*, para a qual a restrição externa ao crescimento e desenvolvimento não seria um mero problema de preços relativos, mas conseqüência de uma estratégia (opção) nacional pela elevação irrestrita do grau de abertura externa, ao serem liberalizados o comércio exterior e as finanças do país. A elevação do grau de abertura externa, principalmente da

abertura financeira, ainda traria o problema da redução da autonomia de política econômica nacional.

O segundo capítulo, por sua vez, procura estabelecer, como contraponto ao objeto definido, as experiências de outros países. Especialmente, são analisadas as experiências pioneiras de três economias latino-americanas (Chile, Argentina e México). Além disso, são examinadas as similaridades (se as há) e as especificidades da opção feita por países asiáticos em suas inserções internacionais, e até que ponto o discurso ideológico neoliberal propagandeado e, em grande medida, imposto pelos países centrais, é de fato a característica determinante de suas próprias políticas nacionais.

Em seguida, o capítulo três trata da experiência brasileira propriamente, na década de 90. Este capítulo conta com um breve resumo histórico da inserção internacional do país, procurando relacioná-la com as opções nacionais de desenvolvimento adotadas em momentos específicos. Especial atenção, entretanto, merece a década de 90 por ser nesta que os graus de abertura comercial e liberalização financeira externa foram mais aprofundados. Além disso, a estabilização macroeconômica – pelo menos no que se refere à inflação – só foi obtida após a introdução do Plano Real, na primeira metade dessa década.

No capítulo quatro, serão analisados os impactos dessa abertura externa sobre as taxas de crescimento e a distribuição de renda e riqueza no país durante o período selecionado e, por último, a conclusão apresenta uma síntese das principais conclusões do estudo.

## **CAPÍTULO 1**

### **ABERTURA EXTERNA: LIBERALIZAÇÃO FINANCEIRA EXTERNA E ABERTURA COMERCIAL**

Os últimos anos do século XX têm sido apresentados como os constituidores de uma realidade diferente. Eles teriam definido um mundo sem fronteiras onde todos os mercados estariam integrados, e as relações entre os países estariam intensificadas tanto no que diz respeito ao setor produtivo, quanto aos fluxos comerciais e financeiros.

Esse processo de globalização, conforme a denominação que se disseminou, manifestar-se-ia na globalização comercial, com a intensificação do comércio de bens e serviços entre os países, na globalização produtiva, definida pela maior participação das operações produtivas das empresas transnacionais por toda a economia mundial, e na globalização financeira, representada pela intensa circulação do capital internacional. Este último aspecto é apresentado, de fato, como a principal característica do novo contexto internacional. Essa globalização financeira é caracterizada por Chesnais (1996) como a interação entre a eliminação dos mercados financeiros locais segmentados (desregulamentação financeira interna), a interpenetração dos mercados monetários e financeiros nacionais (liberalização financeira interna), e a integração destes nos mercados mundializados (liberalização financeira externa).

Apresentado este contexto, as nações deveriam implementar políticas que garantissem suas respectivas inserções, através do maior grau de abertura das economias e da desregulamentação dos diversos mercados. É dessa forma que as políticas neoliberais são justificadas pelos seus defensores. O desenvolvimento natural e inevitável dos mercados, dentro de um contexto mundial, teria criado uma realidade na qual a única forma de inserção das economias nacionais seria pela desregulamentação e liberalização dos seus mercados, e pela redução da participação estatal na economia. Como bem sintetizou Ianni (1996:82):

"Nessa perspectiva [neoliberal], a mundialização seria um desdobramento possível, necessário e inevitável do processo de modernização inerente ao capitalismo, entendido como processo civilizatório destinado a realizar uma espécie de coroamento da história da humanidade ... Na esteira da modernização, colocam-se a evolução e o crescimento, o

desenvolvimento e o progresso, sempre no âmbito da sociedade de mercado, do capitalismo. Uma idéia antiga, já presente nos primórdios do liberalismo e do positivismo, readquire vigência e força no âmbito dos problemas práticos e teóricos suscitados pela globalização do capitalismo".

Ao contrário do que afirma essa perspectiva, como constata Helleiner (1996), foram os próprios Estados nacionais centrais<sup>1</sup>que, de acordo com seus interesses, tomaram decisões para abrir o controle dos capitais e para obter acesso aos mercados periféricos<sup>2</sup>.

O resgate da tradição liberal veio acompanhado de suas premissas básicas<sup>3</sup>. Em primeiro lugar, esta tradição assume que os agentes individuais tomam decisões em função unicamente do seu próprio interesse, e que as ações decorrentes são fruto de decisões racionais. Em outras palavras, assume-se uma natureza humana psicologicamente dada como base da ação racional egoísta. A segunda premissa garante que todas as interações econômicas, políticas e/ou sociais entre os indivíduos só podem ser explicadas pelas atitudes individuais e, portanto, pelo interesse próprio que embasa essas atitudes. Concebe-se uma sociedade como soma das ações individuais racionais o que, no limite, leva à afirmação de que só são verificáveis os atores individuais, ou seja, ao empirismo mais tradicional<sup>4</sup>. A terceira premissa garante que as ações individuais egoístas levam ao bem-estar geral, já que elas fazem parte de uma *ordem natural harmônica*. Esta última, e é isso o que define a quarta premissa, é garantida pelo funcionamento do mercado, que conseguiria direcionar os interesses privados rumo ao ótimo social, garantindo a *ordem natural*. Por último, e até em decorrência das outras premissas, torna-se indesejável qualquer intervenção nesse mercado, já que ela estaria impedindo o livre e natural funcionamento da sociedade que leva, por premissa, à

<sup>1</sup> Em especial, pelas medidas adotadas pelos EUA, sob o que Tavares e Melin (1997) denominam "diplomacia do dólar forte". A este respeito, ver também Tavares (1985) e, para a relação entre o processo de globalização e as políticas neoliberais, Malaguti et al. (1997) e Malaguti et al. (1998).

<sup>2</sup> "Estas políticas foram impostas pelo receituário neoliberal emanado das autoridades econômicas norte-americanas e submeteram o conjunto da economia mundial à preponderância de uma lógica financeira global numa velocidade sem precedente histórico" (Tavares e Melin, 1998: 42).

<sup>3</sup> A identificação das premissas básicas do pensamento liberal não significa que os autores dessa tradição não possuam diferenças entre si. Manent (1987) faz uma apresentação da história intelectual do liberalismo, ao mesmo tempo em que demonstra sua concordância com essa tradição e as diferenças existentes entre os autores que a compõe.

<sup>4</sup> "...as características essenciais do individualismo...são o respeito pelo homem individual na sua qualidade de homem, isto é, a aceitação dos seus gostos e opiniões como sendo supremos dentro de sua esfera, por mais estreitamente que isso se possa circunscrever, e a conciliação de que é desejável o desenvolvimento dos dotes e inclinações individuais por parte de cada um." (Hayek, 1977: 17).

*ordem harmônica*. Daí a defesa do Estado mínimo não-interventor, que assumisse apenas as funções de guardar pela liberdade de ação individual e pelo bom funcionamento do *estado natural* da sociedade.

Apesar da recuperação do individualismo metodológico, do naturalismo e da noção de progresso, inerente na idéia de harmonia natural, esse resgate da tradição liberal possui algumas diferenças com o liberalismo clássico dos séculos XVII e XVIII, cuja maior influência no pensamento econômico parece ter sido efetuada no século XIX. É isto o que permite uma nomenclatura diferenciada para o "novo liberalismo". Essa nomenclatura já foi aceita como sendo a de neoliberalismo<sup>5</sup>.

A diferença mais perceptível diz respeito ao contexto histórico. O liberalismo clássico tinha um caráter mais progressista, pois bradava contra uma aristocracia, em geral despótica, desenvolvendo-se na luta contra os privilégios da nobreza e os direitos divinos. Tratava-se da ascensão de uma nova classe social, a burguesia, que procurava sua inserção no espaço político-ideológico da época. Já o neoliberalismo se efetivou lutando contra o Estado keynesiano, procurando voltar a uma ordem estabelecida anteriormente, em que a concorrência perfeita e a democracia eram, como se supõe, a norma. Isto dá ao neoliberalismo um caráter muito mais conservador do que o liberalismo clássico (Toledo, 1994).

O contexto histórico ainda traz à tona uma outra distinção. O ideário neoliberal se combinou de tal forma com as transformações econômicas e políticas das últimas décadas – globalização dos mercados e derrocada do socialismo real dentre outras – que sua aceitação não é mais uma opção ideológica, mas uma pretensa aceitação dos fatos. O neoliberalismo ocupa todos os espaços da sociedade, não cedendo lugar a dissenso algum. A suposta demonstração histórica da adequação e, portanto, da superioridade do mercado, faz com que o neoliberalismo apareça mais como uma "vitória" ideológica do que como uma alternativa. Essa hegemonia ideológica e unilateralidade do neoliberalismo se traduz pelo que se convencionou chamar de pensamento único<sup>6</sup>.

Uma terceira diferença se apresenta nos fundamentos. O liberalismo clássico estava ligado à filosofia dos direitos naturais, e postulava que os homens nasciam livres e racionais. Razão e liberdade eram os valores fundamentais do liberalismo clássico, o

---

<sup>5</sup> Alguns autores defendem a idéia de que não existe nenhuma especificidade no neoliberalismo. Segundo Draibe (1994:81), o neoliberalismo não constitui um corpo teórico original e coerente, pois não passa de um conjunto de proposições práticas que reproduz o liberalismo clássico, introduzindo o conservadorismo político e o darwinismo social.

<sup>6</sup> Também chamado de TINA ("There is no Alternative").

que nos permite afirmar que ele era fundamentalmente filosófico e político<sup>7</sup>. Desta forma, pode-se dizer que a concepção de economia era derivada de toda uma complexa formulação política e filosófica. Já o neoliberalismo, muito mais do que uma filosofia moral ou política, se manifesta meramente como um receituário de política econômica, onde as esferas políticas e sociais são reflexos do comportamento econômico, subordinadas a critérios de eficiência. Para o neoliberalismo, o homem extrapola seu comportamento maximizador, avaliando custos e benefícios de suas decisões, para todas as esferas da sociedade. Se antes, no liberalismo clássico, razão e liberdade eram valores fundamentais reciprocamente articulados, agora, no neoliberalismo, a liberdade passa a se subordinar a uma razão economicista.

Esta hierarquia de valores nos leva a uma quarta diferença. Os conceitos de liberdade e igualdade, no liberalismo clássico, eram mais próximos, pelo menos no que diz respeito ao plano jurídico. Em alguns pensadores, o direito inalienável do homem à liberdade não seria efetivado sem sua contrapartida de igualdade social. Já para os neoliberais, essa subordinação mútua entre liberdade e igualdade não se define. Muito pelo contrário, a desigualdade se converte em um valor<sup>8</sup>. Para eles, a desigualdade econômica não é algo que possa ser concebido como justo ou injusto, já que o mercado não é algo voluntário, mas impessoal. A desigualdade seria justificável não só pelo seu aspecto econômico, como um prêmio aos mais produtivos e eficientes, mas pelo seu aspecto moral de incentivo à "ascensão social" por esforço pessoal. Assim, o neoliberalismo critica a noção de justiça social porque ela trataria igualmente eficientes e ineficientes, isto é, os desiguais.

Por último, pode-se diferenciar esses dois tipos de pensamento pela questão do papel do Estado. O liberalismo clássico concebia um Estado mínimo, no qual a liberdade individual estaria garantida por uma relação não entre governo e governados, mas pelo pacto social, estabelecido pelos indivíduos, que prezasse pelos direitos

<sup>7</sup> Quando trata da divisão do trabalho, Adam Smith (1985: 49) afirma que "ela é a consequência necessária, embora muito lenta e gradual, de uma certa tendência ou propensão existente na natureza humana que não tem em vista essa utilidade extensa [produzir riqueza], ou seja: a propensão a intercambiar, permutar ou trocar uma coisa pela outra". Bilbao (2000) mostra que, mesmo considerando um indivíduo inclinado a considerar outros indivíduos, como faz Smith na *Teoria dos Sentimentos Morais* (1759) com o conceito de *simpatia*, a propensão natural à troca do indivíduo na sua *Riqueza das Nações*, obra posterior (1776), é clara.

<sup>8</sup> "Em nenhum ponto fica mais claro e mais fácil demonstrar a diferença entre o raciocínio do velho liberalismo e o do neoliberalismo do que no tratamento do problema da igualdade. Os liberais do século XVIII, guiados pelas idéias da lei natural e do iluminismo exigiam para todos a igualdade nos direitos políticos e civis, porque pressupunham serem iguais todos os homens ... No entanto, nada mais infundada do que a afirmação da suposta igualdade de todos os membros da raça humana. Os homens são totalmente desiguais." (Mises, 1987:53).



naturais do homem, dentre eles o direito à propriedade. Esse Estado funcionaria como um árbitro reconhecido e imparcial que administraria os possíveis conflitos entre indivíduos que poderiam advir do funcionamento do estado natural. Já o neoliberalismo prega o Estado mínimo como uma forma de propiciar o livre funcionamento do mercado, que levaria à *ordem natural harmônica*. Paradoxalmente, e é aqui que se encontra a diferença, seria necessário um Estado forte para garantir o Estado mínimo. As funções do primeiro seriam basicamente duas: implementar todas as reformas estruturais para dismantelar o *Welfare State*, garantindo o funcionamento livre do mercado (Anderson, 1995), e controlar até autoritariamente, se preciso for, os conflitos daí resultantes<sup>9</sup>.

Essa característica do Estado forte é decorrente de outras duas. Em primeiro lugar, do contexto histórico, pelo fato de a economia capitalista ter convivido cerca de três décadas com um Estado de bem-estar bastante presente, o que torna necessária uma instituição forte para desregulamentá-lo e reformá-lo. Em segundo lugar, como todas as instâncias sociais devem se submeter à lógica do mercado, faz-se necessário um Estado forte para disseminar essa lógica por toda a sociedade. Como bem percebeu Toledo (1995: 82), o "Estado neoliberal pode significar Estado menos proprietário e interventor na economia e na previdência social, mas não necessariamente Estado politicamente fraco".

A afirmação do neoliberalismo não foi feita apenas em termos político-ideológicos mas, como visto antes, também se desdobrou, e esta é sua característica determinante, em um receituário de política econômica. Aliás, aqueles termos parecem ser muito mais um meio de justificar este último. Em 1962, Milton Friedman lança *Capitalismo e Liberdade*, uma obra em que a relação entre a ideologia neoliberal e o sistema econômico de livre mercado é defendida explicitamente. Nessa obra, relaciona-se diretamente a obtenção da liberdade dos indivíduos ao funcionamento, sem intervenções, da economia de mercado, isto é, seguidos os preceitos do liberalismo econômico, estaria garantida a liberdade dos indivíduos. Como o próprio autor afirma:

---

<sup>9</sup> A associação do neoliberalismo com regimes autoritários, como ocorreu na América Latina dos anos 70, no que ficou conhecido como "fascismo de mercado" (Villarreal, 1984), não é de todo estranha para os formuladores desse pensamento. "O mérito que ... o fascismo obteve para si estará inscrito na História. Porém, embora sua política tenha propiciado salvação momentânea, não é do tipo que possa prometer sucesso continuado. O fascismo constitui um expediente de emergência. Encará-lo como algo mais seria um erro fatal." (Mises, 1987:53). A necessidade de um Estado forte não se manifesta apenas em regimes ditatoriais. Hoje em dia, ele assume uma forma muito mais próxima de uma *democracia restringida*. (Borón, 1994).

"não conheço nenhum exemplo de uma sociedade que apresentasse grande liberdade política e que também não tivesse usado algo comparável com um mercado livre..." (Friedman, 1985: 18-19).

Dentro desse receituário de política econômica, a abertura externa possui um papel de destaque, uma vez que ela proporcionaria o acesso aos mercados e à liquidez internacionais, condição necessária, segundo esta perspectiva, para o desenvolvimento econômico, principalmente de economias consideradas periféricas.

## 1.1- A ABERTURA EXTERNA E AS SUAS JUSTIFICATIVAS

O processo de abertura externa se desdobra em dois componentes, a abertura comercial para a livre mobilidade dos fluxos de bens e serviços e a liberalização financeira externa, que se traduz na maior liberdade que os agentes, tanto residentes quanto não-residentes, possuem para fazer transações financeiras em moeda doméstica e estrangeira. Tanto a abertura comercial, como a liberalização financeira externa, se enquadram dentro das reformas que compõem a concepção neoliberal de desenvolvimento, em voga nas duas últimas décadas. Segundo esta, dado o acelerado grau de globalização da economia, quanto mais integrada internacionalmente for uma economia, tanto maior serão suas perspectivas de desenvolvimento. Portanto, justifica-se o argumento do grau da abertura externa, da integração internacional, como a única forma que uma economia possui para garantir o seu desenvolvimento.

A abertura comercial é entendida por alguns autores<sup>10</sup> como sendo diferente da liberalização comercial, no sentido de que a primeira estaria composta por um conjunto de políticas para orientar a economia rumo aos mercados internacionais, em um processo liderado pelas exportações. Por outro lado, a liberalização comercial diria respeito ao desmantelamento da proteção e do controle governamentais em um processo liderado pelas importações. Como será visto e discutido mais adiante, o combate político-ideológico ao protecionismo comercial se assenta muito mais no segundo aspecto, enquanto que os testes empíricos são construídos de acordo com o primeiro.

Por sua vez, a liberalização financeira externa<sup>11</sup> é entendida como o aumento do grau de abertura financeira, ou seja, pelo aumento da facilidade com que os residentes

<sup>10</sup> Agosin e Ffrench-Davis (1993) por exemplo.

<sup>11</sup> Akyüz (1991a e 1994) prefere utilizar este conceito que inclui as relações creditícias entre residentes denominadas em moeda estrangeira, ao invés do conceito de liberalização das transações correntes na conta de capital, que se resume às transações de entrada e saída de moeda estrangeira.

de um país podem adquirir ativos e passivos expressos em moeda estrangeira e os não-residentes podem operar nos mercados financeiros domésticos. Essa liberalização financeira externa tem como âmbitos gerais a liberalização das transações de entrada, das transações de saída, e a conversibilidade entre moedas. A primeira se relaciona com a liberdade para os residentes obterem empréstimos nos mercados externos, por razões alheias ao comércio de bens, e para os não-residentes conceder crédito nos mercados nacionais. A segunda seria traduzida na liberdade para os residentes transferirem capital e adquirirem ativos financeiros fora do país, e para os não-residentes emitirem passivos nos mercados locais. A conversibilidade entre moedas se define pela autorização de relações creditícias em moeda estrangeira (depósitos e empréstimos) entre residentes. Dessa forma, o grau de abertura financeira é dado pela maior facilidade na operação das transações de entrada e saída de moeda estrangeira, e pela maior conversibilidade entre moedas.

### 1.1.1- Abertura comercial e competitividade

Em termos genéricos, a abertura comercial é defendida e propagandeada por duas grandes razões. Em primeiro lugar, em uma situação de autarquia, existiria ineficiência na alocação dos recursos porque os preços internos estariam “distorcidos” vis-a-vis o referencial competitivo externo. Este é o argumento alocativo clássico dos modelos de comércio baseados no princípio da vantagem comparativa em geral, e no modelo Heckscher-Ohlin-Samuelson (H-O-S), em particular. Em segundo lugar, uma maior abertura comercial seria desejável pois ela promoveria as condições necessárias para um crescimento impulsionado pelas exportações, definindo um argumento mais voltado à promoção do crescimento. O primeiro argumento está muito mais ligado ao conceito de liberalização comercial, enquanto que o segundo se relaciona com o de abertura comercial, conforme diferenciação feita anteriormente.

O modelo H-O-S de comércio tem sua origem no conceito ricardiano de vantagens comparativas, segundo o qual os países obtêm ganhos de comércio se eles se especializarem na produção do bem em que possuem as tais vantagens, adquirindo os outros bens mediante o comércio externo<sup>12</sup>. As conclusões desse modelo se assentam

---

<sup>12</sup> “Enquanto o modelo ricardiano considera as diferenças de tecnologia entre os países como a base do comércio exterior, a teoria de Heckscher-Ohlin-Samuelson concentra-se nas diferenças nas dotações domésticas dos fatores de produção e na diferença na intensidade do uso dos fatores na produção de

sobre três conjuntos de hipóteses: um referente à tecnologia, outro referente ao padrão de concorrência, e outro a hipóteses pretensamente simplificadoras. Quanto à tecnologia, pressupõe-se que a função de produção tenha rendimentos constantes de escala, que os fatores capital e trabalho possam ser perfeitamente substituídos ao longo de uma isoquanta, não há inversão de intensidade de emprego de fatores, e que o ajuste na produção é instantâneo. No segundo conjunto de hipóteses inserem-se o livre comércio, o caráter diminuto da economia em questão frente ao exterior, a concorrência perfeita em *todos* os mercados e a ausência de custos operacionais (de transporte principalmente). Por último, com o intuito de simplificação, o modelo H-O-S pressupõe a existência de dois bens, dois fatores de produção e dois países (modelo 2x2x2), a plena utilização dos fatores de produção dados e a existência de uma curva de indiferença social, convexa em relação à origem, que represente as preferências dos consumidores<sup>13</sup>.

A partir dessas hipóteses é possível entender a teoria neoclássica do comércio através de seus quatro teoremas fundamentais. O primeiro, teorema de Heckscher-Ohlin, garante que um país exportará o produto que usa de forma mais intensiva o fator que é relativamente abundante domesticamente. O teorema de Stolper-Samuelson, por sua vez, mostra que a elevação do preço relativo de uma mercadoria (via protecionismo) aumenta o retorno real do fator usado intensivamente na produção dessa mercadoria. Em terceiro lugar, o teorema de Rybczynski mostra que um aumento da oferta de um fator de produção diminui a produção do bem intensivo no outro fator. O último teorema garante que, sob livre comércio, ocorre uma equalização dos preços dos fatores internacionalmente<sup>14</sup>.

O importante é que, a partir do modelo H-O-S, são tirados os argumentos que defendem as vantagens do livre comércio e, portanto, da maior abertura comercial:

(I) a renda real a preços internacionais aumenta;

---

diferentes produtos nesses países.” (Gonçalves et al., 1998:18). Dessa forma, ainda que com a mesma tecnologia, custos de produção podem ser diferentes entre os países por causa da dotação de fatores.

<sup>13</sup> Desde já, é preciso notar que várias dessas hipóteses não são gratuitas, nem muito menos simplificadoras. A existência de uma curva social de indiferença “bem comportada”, por exemplo, abstrai o fato de que as preferências individuais não são necessariamente iguais nem aditivas e, o que é mais grave, abstrai o fato de que a distribuição de renda e sua dinâmica complexificam a construção dessa curva de indiferença social. Para isto ver Gonçalves et al. (1998:19-29).

<sup>14</sup> Para uma discussão mais extensa e didática sobre esses teoremas ver Gonçalves et al. (1998) e Williamson (1989).

(II) para os países em desenvolvimento, eleva-se a produção do bem para o qual eles possuem vantagem comparativa e, portanto, pelos teoremas expostos, redistribui-se renda em favor do fator abundante (Evans, 1994).

Justifica-se assim o livre comércio pela melhora que ele traz na alocação dos recursos, na renda real a preços internacionais e na distribuição de renda em favor do fator abundante. Evidentemente, essas conclusões são consequência das premissas assumidas. Entretanto, três dessas premissas foram questionadas fortemente dentro da própria visão convencional: o pequeno porte da economia em questão, frente ao contexto internacional; os retornos constantes de escala; e, a existência de concorrência perfeita em todos os mercados. Os novos modelos do comércio internacional<sup>15</sup> baseiam-se na existência de economias de escala e na concorrência imperfeita. Nessa revisão, de fato, abre-se espaço para um papel ativo da política comercial, na medida em que essas novas hipóteses “colocam a possibilidade de uma política comercial ativa que trate de extrair os lucros de monopólio das empresas estrangeiras” (Krugman, 1988:44).

Com este novo enfoque, são acrescentados elementos aos argumentos protecionistas clássicos da indústria nascente e da redução nos termos de troca. De fato, quando existem economias de escala, justifica-se a introdução de proteção comercial para a indústria doméstica, de forma que ela consiga atingir a escala necessária para poder competir internacionalmente. Mesmo assim, os novos modelos do comércio internacional ainda encontram espaço para apontar razões pelas quais o livre comércio é preferível<sup>16</sup>.

(I) ainda na presença de economias de escala e de escopo e com concorrência imperfeita, um país pode melhorar trocando maior quantidade e variedade de produtos provenientes da mesma indústria (comércio intra-industrial), com custos decrescentes;

(II) o livre comércio permite acesso à tecnologia incorporada nos bens, isto é, possui efeitos dinâmicos ao dar acesso a estoque de conhecimento tecnológico.

Desta maneira, apesar das imprecisões no modelo H-O-S, os novos modelos do comércio internacional continua acreditando nas benesses do livre comércio, ainda que

---

<sup>15</sup> Sobre isso ver Krugman (1988), Taylor (1988), Edwards (1993), além do trabalho inicial de Helpman e Krugman (1985).

<sup>16</sup> Krugman (1987) e Grossman e Helpman (1991).

em determinadas situações, para corrigir falhas de mercado, medidas protecionistas temporárias sejam justificadas<sup>17</sup>.

Além do argumento *alocativo*, procura-se justificar a abertura comercial por sua pretensa relação com uma possível promoção do crescimento. A fim de que isso seja analisado, é preciso observar a relação da abertura comercial com as variáveis que normalmente permitem o crescimento econômico: investimento, produtividade e saldo comercial (promoção das exportações).

Inicia-se com o último por se tratar do elemento-chave nos testes empíricos realizados, e por ser o principal componente da pregação ideológica da abertura comercial.

Vários trabalhos empíricos procuraram relacionar a abertura comercial com o crescimento das economias<sup>18</sup>. Pretendia-se com isso criticar as políticas nacionais voltadas para dentro, especificamente as de substituição de importações. Essas políticas não promoveriam incentivos ao crescimento, e os países que implementaram políticas distintas de promoção de exportações (abertura) teriam apresentado maiores taxas de crescimento. Estes trabalhos, no entanto, não se sustentam nem empírica, e nem teoricamente.

Testar empiricamente a relação abertura-crescimento econômico inferindo a correlação entre a taxa de crescimento da economia e a taxa de crescimento das exportações é algo, no mínimo, manipulador. Em primeiro lugar, porque tende a ser óbvio que essa correlação tende a ser positiva, uma vez que as exportações são componentes da demanda agregada e, portanto, determinantes do nível de renda da economia. Nem mesmo esta obviedade permite, no entanto, estabelecer qualquer relação de causalidade através dos testes empíricos<sup>19</sup>. Em segundo lugar, porque o conceito de abertura comercial, enquanto característica distintiva da tradição neoliberal, está muito mais associado à liberalização das importações, com as vantagens propagandeadas pelo modelo H-O-S, enquanto que a promoção de exportações como

<sup>17</sup> Krueger (1984) parece não aceitar os argumentos dos novos modelos do comércio internacional, nem como alternativa *second best*.

<sup>18</sup> As referências para isso são inúmeras: Bhagwati (1978), Krueger (1978), Balassa (1982), Banco Mundial (1987), Michaely et al. (1991), dentre outras.

<sup>19</sup> Mesmo assim, a esperada correlação positiva entre a taxa de crescimento das exportações e a taxa de crescimento da economia não é algo tão simples que possa ser generalizado para todos os países. Na verdade, os efeitos da performance nas exportações sobre o desenvolvimento econômico dependem da estrutura da economia em questão e das suas relações particulares com o sistema econômico mundial (Gonçalves e Richter, 1987).

forma de crescimento só é defendida se estiver dentro do contexto de especialização ditado pelas vantagens comparativas.

Isto permite definir uma falácia na argumentação da abertura comercial. Esses estudos empíricos tratam liberalização comercial como sinônimo de uma economia que promova as exportações, diferenciando esta estratégia do processo de substituição de importações (economia voltada para dentro). Na verdade, promoção de exportações não é uma estratégia exclusiva de uma reforma de liberalização comercial<sup>20</sup>. Muito pelo contrário, “a mera expansão da demanda ou o uso de exportações adicionais para romper a restrição do comércio internacional não parece ser o que têm em mente os neoclássicos” (Taylor, 1988:88); o que se pretende justificar, mais do que isso, é a liberalização das importações.

O fato é que esses trabalhos empíricos não conseguiram demonstrar a relação causal abertura comercial → crescimento econômico. Como demonstram Rodríguez e Rodrik (1999), Edwards (1993) e Taylor (1988), esses trabalhos apresentam insuficiências tanto pela extrema dificuldade para computar satisfatoriamente índices de proteção e de “orientação comercial”, como pela ausência de uma abordagem teórica convincente que relacione política comercial, “orientação comercial” e crescimento.

Para tentar resolver isso, Edwards (1992) apresenta um modelo com progresso técnico endógeno, em que um país pequeno absorve novas tecnologias desenvolvidas nas nações mais avançadas. Segundo esse autor, “os resultados mostram claramente que países com políticas comerciais mais abertas e com menos distorções tendem a crescer mais rápido do que aqueles com políticas comercialmente mais restritivas” (Edwards, 1992:54). O intuito do autor é mostrar que, só com modelos de crescimento endógeno, é possível uma demonstração das benesses do livre comércio.

O curioso é que esse autor só consegue obter tal resultado porque “o modelo assume que economias mais abertas são mais eficientes na absorção de inovações geradas endogenamente” (Edwards, 1992:33). Define-se uma função de produção com progresso técnico endógeno, e assume-se que economias abertas são mais eficientes para adquirir progresso técnico criado em países centrais. Em outras palavras, assume-se exatamente aquilo que se pretendia demonstrar.

Esse raciocínio foi assumido por um ex-integrante de uma das equipes que se ocupou da implementação das reformas neoliberais no Brasil. Segundo ele, uma

---

<sup>20</sup> Sachs (1997) mostra que o Estado teve papel ativo na promoção das exportações no sudeste asiático, sendo que as importações não foram liberalizadas.

economia que não é exposta à concorrência internacional não tem incentivos a aumentar sua produtividade e, como os salários reais estão ligados à produtividade marginal do trabalho, tende a concentrar a sua renda (Franco, 1996). Seriam estes os males da estratégia brasileira de substituição de importações, que teria entrado em crise na década de 80. Dever-se-ia, portanto, promover a abertura externa comercial de forma a aumentar a concorrência internacional com os produtos nacionais. Essa promoção da concorrência garantiria que as indústrias domésticas incrementassem o progresso técnico e a produtividade, o que traria dois efeitos benéficos para a economia brasileira: aumento das taxas de crescimento e redução da concentração de renda.

Independentemente das especificidades nas argumentações, o que se pode constatar é que a abertura - ou liberalização, nos termos de Agosin e Ffrench-Davis (1993) – comercial é defendida pois ela levaria as economias menos desenvolvidas a aumentar suas taxas de crescimento e reduzir suas concentrações de renda.

#### 1.1.2- Liberalização e abertura financeiras

Antes de um desenvolvimento natural dos mercados, como pretendem crer os defensores da abertura externa, a internacionalização financeira observada nas últimas décadas deve-se muito mais a modificações nas políticas econômicas e institucionais implementadas.

Pode-se entender a exacerbação da capacidade inovativa do sistema financeiro internacional nas últimas décadas como consequência da alteração da política econômica americana que levou a grandes oscilações nas taxas de juros e de câmbio. Antes disso, o sistema americano era caracterizado por uma forte regulamentação erigida durante a década de 30 para controlar as crises bancárias ocorridas nessa época.

A estrutura reguladora do sistema financeiro americano tinha como princípios a segmentação, isto é, a especialização das instituições por tipo de serviço, a transparência, e a supervisão das instituições financeiras pela autoridade central ou por instituições paralelas. Os principais regulamentos, definidos nos *Banking Acts* de 1933 e 1935, garantiam que os bancos não podiam negociar ações e seguros, os bancos comerciais não podiam pagar juros sobre depósitos a vista, estabeleciam um teto para as taxas de juros (estes dois últimos incluídos na *Regulation Q*), restrições para ampliação e criação de redes interestaduais, limitação da concessão de empréstimos, e a redução do grau de alavancagem. Essa regulamentação fornecia estabilidade ao sistema na



medida em que produzia o casamento entre as maturidades de ativos e passivos das instituições.

O processo de desregulamentação desse sistema, a partir do final da década de 60, teve como modificações mais relevantes a revogação da proibição dos bancos comerciais pagarem juros sobre depósitos a vista, a autorização de criação de um mercado off-shore dentro dos EUA, e a permissão do lançamento de ADR's<sup>21</sup>, ou títulos junto a investidores institucionais qualificados. Vale destacar também, como parte do processo de desregulamentação, e já como elemento da internacionalização financeira, o fato de filiais bancárias americanas na Europa começarem a emitir certificados de depósitos bancários.

Dentre as razões para esse processo de desregulamentação destacam-se a volatilidade da taxa de juros americana no período, a crise do endividamento que levou à queda da lucratividade do setor bancário, e a criação de novos produtos financeiros, provocada pela acirrada concorrência interbancária. Estes elementos nos permitem entender o processo de desregulamentação do sistema financeiro americano como uma resposta do mercado à regulamentação excessiva anterior.

Esse processo foi se ampliando por outros países, chegando, por exemplo, à Grã-Bretanha por intermédio do governo Thatcher, e ao Japão no início dos anos 80, preponderantemente por causa da pressão americana.

Além da desregulamentação, um outro processo importante que compõe as alterações do sistema financeiro internacional é o de desintermediação financeira. Estritamente, o termo desintermediação significaria a abolição da intermediação, bancária ou não-bancária, nas operações de crédito. Tratar-se-ia de uma operação direta de crédito entre o aplicador e o tomador, que seria efetuada através da negociação de títulos ou ações (processo de securitização)<sup>22</sup>. Entretanto, o que se observa no desenvolvimento do sistema financeiro internacional é que as transações financeiras continuam tendo a participação dos intermediários. Mesmo assim, "...a transformação dos ativos financeiros em títulos que podem ser negociados nos mercados de capitais domésticos e internacionais representou uma alteração substancial nos sistemas

<sup>21</sup> American Depository Receipt – emitido por banco americano como contrapartida de ações de não-residentes (Lima, 1997:22).

<sup>22</sup> A securitização "...implica relações de débito-crédito diretas entre tomador e aplicador de recursos, envolvendo os intermediários financeiros na organização das operações, subscrição, guarda e comercialização de títulos, e não mais na intermediação de seus próprios títulos"(Canuto e Laplane, 1995:33).

financeiros privados, modificando-se o papel tradicional dos bancos e aumentando-se a importância dos intermediários financeiros não-bancários” (Lima, 1997:34).

Como os principais títulos negociados nesses mercados referem-se à dívida pública de países avançados, principalmente os EUA, o crescimento dessas dívidas sustentou a elevação das operações internacionais com *securities*. Os EUA, por exemplo, que em 1993 possuíam uma dívida pública para títulos acima de 1 ano de US\$ 544.7 bilhões, teve uma taxa de crescimento dessa dívida, no período 80-93, de 311,4%. No mesmo período, Japão, Alemanha e Grã-Bretanha tiveram, respectivamente, crescimento de suas dívidas públicas de 649,2%, 743,48% e 150,14% (Lima, 1997:165).

A ampliação do processo de desregulamentação pelos países industrializados, e por todos os mercados emergentes, e a interpenetração dos vários mercados nacionais, propiciada pela liberalização dos fluxos internacionais de capitais<sup>23</sup>, levou à exacerbação do processo de internacionalização financeira, o que ficou conhecido como globalização financeira.

Chesnais (1999a) prefere chamar este último aspecto das alterações do sistema financeiro internacional de mundialização financeira, definindo três etapas de seu processo. A primeira etapa, que compreende o período 60-79, é chamada pelo autor de internacionalização financeira direta. Os sistemas monetário e financeiro teriam iniciado essa etapa compartimentados e a internacionalização teria sido limitada, destacando-se o surgimento e o desenvolvimento do mercado de eurodólares<sup>24</sup>. É nesse período que culmina a queda do sistema de Bretton Woods com o fim do padrão ouro-dólar e do sistema de taxas de câmbio fixas. Este último fato fez com que o mercado cambial, a partir de então extremamente volátil, fosse o primeiro compartimento a entrar na mundialização financeira contemporânea (Chesnais, 1999a:25). Isto se deu através do surgimento do mercado de derivativos sobre moedas, com o objetivo de realizar cobertura cambial sobre a volatilidade das cotações, mecanismo que também se desenvolveu para as taxas de juros. É nesta primeira etapa também que ocorre a acelerada expansão internacional dos bancos americanos, fruto da desregulamentação ocorrida naquele país.

<sup>23</sup> A defesa da abertura externa das economias, composta pela abertura comercial, liberalização na conta de transações correntes (dada pela facilidade de remessa de lucros e dividendos), e pela liberalização da conta de capital, faz parte da política deliberada da “diplomacia do dólar”, que obrigou a economia mundial a financiar os déficits gêmeos americanos (Tavares e Melin, 1997).

<sup>24</sup> Os euromercados são locais onde ocorrem as transações financeiras internacionais, que são realizadas com moedas que não a do país em que se localiza o agente financeiro.

A segunda etapa é a da desregulamentação e liberalização financeira, abrangendo o período 79-85. É iniciada com as medidas dos governos americano e britânico que originaram o atual sistema financeiro liberalizado. As principais características desta etapa são a liberalização, tanto para entrada como para saída, dos movimentos de capitais e a securitização das dívidas públicas. Como alterações institucionais, devem ser destacados: o aumento da importância das instituições financeiras não-bancárias no mercado financeiro em detrimento dos bancos, e o crescimento da participação de fundos de pensão e de fundos mútuos.

A generalização da arbitragem e a incorporação dos mercados emergentes formam a terceira etapa (86-95). Ela se caracterizou pela abertura e desregulamentação dos mercados de ações<sup>25</sup>, pela incorporação dos mercados emergentes dentro da circulação internacional do capital e pelos choques financeiros e cambiais de maior intensidade. Nesta etapa é que ocorre também o surpreendente crescimento dos derivativos, que apresentaram uma taxa de crescimento de 843% entre 1986 e 1992 (Lima, 1997: 148 e 160).

Os produtos financeiros derivados (derivativos) fazem parte das inovações financeiras criadas pelos mercados para atender a necessidades internas dos agentes do sistema, capitalização dos bancos por exemplo, ou a necessidades externas, como a cobertura da volatilidade de taxas de juros e de câmbio. Os derivativos são contratos vinculados a títulos que podem ser negociados em mercados próprios. Eles ganharam destaque não só por seu crescimento exponencial, mas porque alteraram profundamente a estrutura financeira e a interação entre os mercados.

O principal papel dos derivativos é funcionar como instrumento de *hedge*, permitindo aos agentes alterarem as características de um ativo (moeda de denominação, tipo de taxa de juros, composição de riscos). Dentre os principais derivativos, destacam-se os *financial futures* (futuros), que são contratos de compra/venda a preços e datas futuras estipuladas, os *swaps*, que são operações de balcão (não constituem um mercado organizado com padronização das operações e câmaras de compensação) constituídas de uma compra (venda) casada a uma venda (compra), de forma a trocar um risco pelo outro, e as opções, que são contratos em que o comprador obtém do vendedor a concessão do direito de exercer a opção (compra ou

---

<sup>25</sup> Embora, "ainda hoje, a interligação entre os mercados acionários seja menos extremada do que a dos mercados de câmbio e de títulos" (Chesnais, 1999a:29).

venda) em um determinado instante do tempo, não existindo a obrigatoriedade dela ser exercida.

Essas inovações financeiras têm como função a administração e/ou cobertura de riscos financeiros. Estes riscos podem ser de inadimplência (crédito), dado pela incapacidade do devedor em cumprir as obrigações; de mercado, definido pelo risco de perda de capital, seja por alterações cambiais (risco cambial) ou na taxa de juros; de liquidez (possibilidade de faltar recursos para saldar as transações no momento exigido); e, pelo risco de liquidação, isto é, pelo descompasso temporal entre operações de crédito e débito<sup>26</sup>.

O desenvolvimento dos novos produtos se deu como forma de cobrir os riscos. Entretanto, com eles, não ocorre a eliminação do risco total, mas a reestruturação dos riscos individuais (por agente) e a transferência para terceiros. Dessa forma, o próprio desenvolvimento dos mercados financeiros, ao criar formas (inovações) de proteção contra riscos, leva ao aumento da instabilidade financeira e, por isso, trata-se de uma instabilidade estrutural, e não meramente conjuntural<sup>27</sup>.

Além de pressões políticas e institucionais para que os países implementassem os processos de desregulamentação e liberalização dos fluxos de capitais, várias justificativas teóricas e ideológicas são apresentadas para justificar as políticas de viés liberal.

Segundo Mckinnon (1973) e Shaw (1973), a repressão financeira interna pode ser entendida como a implementação de qualquer tipo de restrição governamental que impeça o funcionamento eficiente do mercado financeiro doméstico, seja por excessivo controle das entidades bancárias e não-bancárias, ou pelo estabelecimento de reservas compulsórias e controles sobre a determinação da taxa de juros. Esse conceito pode ser estendido para todos os tipos de restrições existentes sobre a livre movimentação de capitais financeiros domésticos e internacionais (Nassif, 1999). A repressão financeira externa estaria definida, portanto, por mecanismos diretos e indiretos que reduzissem a conversibilidade da moeda nacional em moedas estrangeiras, seja pelo lado das transações correntes, seja pelo movimento de capitais.

<sup>26</sup> Existe ainda o risco sistêmico dado pela possibilidade de paralisação do sistema financeiro internacional como um todo, por causa de algum choque desestabilizador. Esse risco sistêmico pode ser originado também pela própria instabilidade provocada pela interação entre os diferentes tipos de risco financeiros citados.

<sup>27</sup> O tema da instabilidade (estrutural ou conjuntural) do sistema financeiro tem sido muito tratado. Como ele foge dos objetivos deste trabalho, remetemos ao excelente artigo de Akyüz (1991b), para este assunto.

Para os defensores da liberalização financeira externa, as restrições ao movimento de capitais não seriam desejáveis por duas razões (Mathieson e Rojas-Suárez, 1993). Em primeiro lugar, essas restrições não seriam eficazes em seu intento, uma vez que os mercados poderiam encontrar formas para contornar essas restrições; os processos de inovação financeira seriam o melhor exemplo. Em segundo lugar, as restrições provocariam ineficiências na alocação internacional de recursos, dentre outras coisas porque não é possível separar claramente as correntes especulativas das que respondem a mudanças nas variáveis fundamentais, isto é, seria difícil distinguir entre o que é capital especulativo e o que não é. A repressão financeira faria com que as taxas de juros de mercado ficassem abaixo daquela que seria observada para equilibrar o mercado de fundos emprestáveis (taxa natural de juros), o que provocaria dois efeitos maléficos para essa economia: o racionamento de crédito, que leva a ineficiência na alocação dos recursos, e a carência de poupança interna, que reduziria as taxas de investimento e o crescimento da economia.

Assim, a liberalização e abertura financeiras, que permitissem uma maior mobilidade de capitais, seriam benéficas porque aperfeiçoariam a intermediação financeira global entre poupadores e investidores, permitindo a canalização da poupança externa para países com insuficiência de capital. Isto seria possível pois, com a desrepressão financeira interna, as taxas de juros de mercado dos países com insuficiência de capital iriam subir, o que terminaria por atrair o capital externo. Esse processo ajudaria também no financiamento compensatório de choques externos e, portanto, na estabilização do gasto interno de quem os sofresse. Uma outra justificativa apresentada é o aumento da eficiência do sistema financeiro internacional, dada pela concorrência entre agentes residentes e não-residentes. A abertura financeira externa também aumentaria a possibilidade de diversificação dos riscos por parte dos investidores domésticos e externos e, em consequência, da diversificação de posse de ativos. Justifica-se ainda a abertura ao livre movimento de capitais porque ela leva, como será melhor analisado posteriormente, à perda de autonomia de política econômica para os países que a implementarem, o que seria salutar, já que reduziria o risco de políticas inadequadas (sic).

Por essas razões é que a liberalização financeira externa também faz parte do discurso que prega a abertura econômica externa como forma de garantir o crescimento das economias, em especial daquelas em desenvolvimento, nesse novo contexto internacional.

## 1.2- REVISÃO DAS JUSTIFICATIVAS CONVENCIONAIS PARA A ABERTURA

A implementação pioneira e o fiasco da estratégia neoliberal de desenvolvimento calcada, dentre outras coisas, na abertura externa, nos países do cone sul (Argentina, Chile e Uruguai)<sup>28</sup> durante a década de 70, fizeram com que o pensamento ortodoxo revisse seus argumentos<sup>29</sup>.

### 1.2.1- O argumento seqüencial

Após a primeira fase em que o argumento ortodoxo da liberalização radical e do tratamento de choque não foram respaldados pelas experiências latino-americanas, a explicação convencional passou para um segundo momento em que se defendeu o argumento seqüencial (Mckinnon, 1991). Segundo ele, a simultaneidade do processo de abertura poderia levar a um superendividamento externo e à valorização cambial, uma vez que, com a desrepressão financeira, as taxas de juros domésticas seriam superiores às internacionais, provocando uma forte e súbita entrada de capitais. Isso traria o superendividamento externo (*overborrowing syndrome*) e a valorização cambial. Esta última, em conjunto com a abertura comercial, levaria a fortes saldos negativos na balança comercial, o que poderia comprometer as contas externas do país em questão. Além disso, a simultaneidade do processo de abertura poderia levar ao financiamento da importação de bens de consumo, o que implicaria na redução da importação de bens de investimento e na diminuição do investimento nos setores produtores de bens exportáveis.

É por isso que a abertura externa deve-se dar de forma seqüencial. A seqüência ótima proposta por Mckinnon (1991:4-10) deveria ser iniciada por uma reforma fiscal que reduzisse a rigidez nas taxas de juros, ou seja, reduzisse a necessidade de rolagem da dívida pública com custos cada vez maiores. A idéia desta primeira etapa é a de que, com uma reforma fiscal conseqüente, o Estado reduzisse os seus déficits e, com isso, a necessidade de financiá-los com novo endividamento público. Isto, ao mesmo tempo que reduziria o déficit público, influiria positivamente nas expectativas dos agentes

<sup>28</sup> Para uma análise pormenorizada do resultado dessas experiências veja-se: Edwards e Edwards (1992), Foxley (1988), Edwards e Teitel (1991), Villareal (1984) e Cano (2000).

<sup>29</sup> Como bem reconheceram Diaz-Alejandro (1985) e Fanelli e Frenkel (1994).

quanto à capacidade do setor público em honrar seus compromissos, o que reduziria as taxas de juros pagas sobre novos títulos públicos lançados no mercado.

A segunda etapa seria a desregulamentação financeira doméstica (liberalização financeira interna), através da eliminação de recursos e créditos dirigidos e dos créditos preferenciais, da redução das reservas compulsórias impostas aos bancos, da redução/eliminação de outras restrições bancárias, como a obrigatoriedade de compra de títulos públicos e requisitos mínimos para crédito, e da desregulamentação dos tipos e estruturas de passivos. Além disso, a liberalização financeira interna requereria a privatização dos bancos estatais e das instituições de seguro. O objetivo central da liberalização financeira interna seria dar exclusividade ao mercado na alocação dos recursos financeiros e na determinação da taxa de juros. Estas duas primeiras etapas completariam a desrepressão financeira interna<sup>30</sup>. A principal vantagem da desrepressão financeira interna, segundo esta perspectiva, é dada pelo fato de que ela permitiria sanar o determinante do atraso econômico dos países periféricos: escassez crônica de poupança interna. A repressão financeira significaria o controle e/ou determinação da taxa de juros por mecanismos extra-mercado, mantendo essa taxa em patamares artificialmente baixos, reprimindo a poupança e a oferta de crédito. Completada a desrepressão, o acréscimo de poupança financiaria o investimento em expansão.

Dando início a abertura externa, a terceira etapa teria que ser a unificação do mercado cambial, antes da liberalização externa, para acabar com as discriminações contra exportadores e/ou importadores potenciais. A quarta etapa é a da abertura comercial que, segundo Krueger (1978) e Bhagwati (1978), também deveria ser feita em seqüência. Inicialmente, seriam eliminadas gradualmente as quotas de importação, ao mesmo tempo em que se promove uma desvalorização da taxa de câmbio que se traduza em desvalorização da taxa de câmbio real, a fim de reduzir o viés anti-exportador das economias fechadas e prevenir a ocorrência de déficits na balança comercial. Em seguida, as quotas seriam convertidas em tarifas, de forma a acabar com as barreiras não-tarifárias. Por último, estabelecer-se-ia a plena conversibilidade em conta corrente, seriam reduzidas as tarifas médias de proteção e não seriam mais utilizadas quotas como forma de atenuar desequilíbrios no balanço de pagamentos.

Completada a abertura comercial, seria implementada a quinta e última etapa da seqüência ótima de abertura externa, a liberalização financeira externa que, como

---

<sup>30</sup>Uma excelente análise crítica dessa perspectiva se encontra em Cintra (1999).

definido anteriormente, deveria significar o aumento do grau de abertura financeira, isto é, a maior facilidade com que os residentes de um país podem adquirir ativos e passivos expressos em moeda estrangeira e os não-residentes podem operar nos mercados financeiros nacionais.

Todas essas reformas deveriam, evidentemente, ser precedidas de uma estabilização macroeconômica que garantisse a credibilidade para a implementação das primeiras. A implementação dessa sequência ótima de reformas liberais garantiria o cumprimento de uma disciplina econômica (obtenção dos tais *fundamentals*), que sustentariam a continuidade de entrada de capital externo que financiaria o desenvolvimento econômico.

#### 1.2.2- O revisionismo do pós-Consenso de Washington: imperfeições de mercado e a reforma das reformas

As crises financeiras e cambiais da década de 90 obrigaram o pensamento ortodoxo a reformular-se mais uma vez. Na sua constante luta contra as evidências empíricas em busca de se adequar *ex-post* aos fatos, o pensamento convencional entrou em uma terceira fase reconhecendo que a sequência das reformas é importante, porém é insuficiente, e pode levar a instabilidades financeiras e crises cambiais<sup>31</sup>.

Como as críticas à liberalização financeira costumam se assentar na ineficiência dos mercados, esta terceira fase do pensamento ortodoxo tende a complementar o argumento sequencial com medidas que minimizam essas imperfeições de mercado.

No que se refere aos mercados financeiros, sua ineficiência estaria dada muito mais pela existência de informações assimétricas do que pela liberalização em si. A fragilidade financeira, característica das economias que enfrentaram crises financeiras e/ou cambiais, teria origem no caráter incompleto das informações relevantes para que os agentes tomem suas decisões nos mercados financeiros, e não em algo intrínseco à própria natureza destes mercados. A existência de informações assimétricas, em um processo de abertura financeira, geraria alguns problemas para a eficiência desses mercados: (i) racionamento de crédito, uma vez que os credores não possuiriam todas as informações necessárias sobre os tomadores de empréstimos (Devlin et al., 1997); (ii) seleção adversa, segundo o qual os investimentos com menores chances de sucesso

---

<sup>31</sup> Estes argumentos podem ser encontrados em Eichengreen et al. (1998), Eichengreen et al. (1999), Demirgüç-Kunt e Detragiache (1998), Stiglitz (1999) e Hausmann e Rojas-Suárez (1996).



“expulsariam” do mercado aqueles com maiores chances, justamente pela impossibilidade dos credores hierarquizarem perfeitamente os planos de investimento segundo suas diferentes viabilidades (Eichengreen et al., 1998 e 1999); (iii) risco moral, em que a existência de emprestadores de última instância com atuação não seletiva faz com que os agentes em dificuldades sintam segurança em tomar empréstimos para investir em operações cada vez mais arriscadas (Demirgüç-Kunt e Detragiache, 1998); e (iv) comportamentos de manada, onde os agentes sem informação privilegiada procurariam seguir aqueles que pretensamente a possuísem, o que poderia redundar em tendências auto-referendadas.

Dessa forma, embora a sequência na abertura externa seja uma medida importante, as imperfeições relativas às informações assimétricas nos mercados financeiros exigiriam uma intervenção estatal corretiva, composta por uma supervisão das instituições financeiras, uma regulação preventiva e por um comportamento mais cuidadoso e seletivo do emprestador de última instância<sup>32</sup>. Apesar de se requerer essa intervenção, é evidente que ela só se define como uma forma complementar às determinações do mercado financeiro, ou melhor, é apenas um meio de fornecer um ambiente econômico mais estável para que os agentes possam fazer uso das informações disponíveis da melhor forma possível. Não se trata em nenhuma hipótese de restringir a liberalização financeira, mas apenas de complementá-la com um aparato regulatório. As benesses do funcionamento dos mercados continuam sendo apregoadas. Isto é claro quando Stiglitz (1999:106) afirma que “a estabilidade macroeconômica e o desenvolvimento de longo prazo requerem mercados financeiros sólidos. Mas, a agenda para gerá-los não pode confundir meios com fins; o redesenho do sistema regulatório, e não da liberalização financeira, deve ser o instrumento.”

Este é o atual “estado das artes” da argumentação a favor da liberalização financeira externa. Resta saber quando a realidade do comportamento dos mercados financeiros obrigará a concepção ortodoxa a uma nova revisão (reforma) dos seus argumentos. Até lá, a intervenção estatal, apenas no sentido regulatório, ainda é importante, já que os benefícios da abertura sequencial parecem demorar a acontecer<sup>33</sup>.

<sup>32</sup> “Com estas salvaguardas, a liberalização se torna não apenas inevitável, mas claramente benéfica” (Eichengreen et al., 1999:10).

<sup>33</sup> Por mais incrível que possa parecer, é exatamente isto que Fanelli e Frenkel (1994) argumentam. Segundo eles, os benefícios da abertura podem levar até uma década! Em outras palavras, não resta mais nada a fazer (além da presença *regulatória* do Estado) a não ser esperar.

O caráter ineficiente, ou incompleto, dos mercados também é o que orienta o revisionismo presente nos novos modelos do comércio internacional. É justamente porque as hipóteses do modelo tradicional Heckscher-Ohlin-Samuelson (H-O-S) de retornos constantes de escala, que leva ao equilíbrio competitivo, e de existência de equilíbrio com concorrência perfeita não se verificam no real-concreto, que surgem situações em que se vislumbram formas de proteção comercial. Como os mercados costumam operar com retornos crescentes e concorrência imperfeita, a política comercial ativa possui um papel importante em duas frentes (Krugman, 1988):

- (I) ela pode ser utilizada para reduzir o poder de mercado das empresas estrangeiras no mercado interno, tanto no que se refere às importações como ao investimento direto;
- (II) ela pode reforçar o poder de mercado das empresas nacionais em sua competição no estrangeiro.

Ainda que esses “novos” teóricos do comércio internacional sejam menos dogmáticos a respeito dos custos do protecionismo, eles aceitam muitos dos postulados de seus predecessores (Taylor, 1988:84). Os primeiros não rebatem o argumento da vantagem comparativa como fonte de especialização. Ao contrário, eles a complementam, de forma que o padrão de comércio continua sendo determinado pelas preferências, tecnologias e recursos dos países, mas também por razões como as economias de escala.

Isto faz com que a melhor política para as imperfeições de mercado diagnosticáveis seja a atuação direta sobre elas, de forma a *corrigir as falhas de mercado*. As políticas comerciais só se justificam em situações em que essas falhas tenham sua origem no contexto internacional e, portanto, não sejam passíveis de tratamento mediante uma política nacional. Desta feita, “não há nada até agora na nova teoria que possa restabelecer a respeitabilidade intelectual da estratégia de substituição de importações. A industrialização com substituição de importações é vista de forma ainda pior na nova teoria do que na teoria tradicional” (Krugman, 1988:58). Por essas palavras daquele que talvez seja o maior propagandista desta “nova” teoria, pode-se concluir que a proteção comercial não só é rejeitada enquanto estratégia de desenvolvimento, como ainda o é em grau mais elevado do que antes. A abertura comercial continua sendo a meta, embora eventuais imperfeições de mercado dêem espaço a políticas comerciais ativas, mas de caráter corretivo e até transitório.

Esta perspectiva revisionista de correção das imperfeições de mercado também pode ser encontrada nos trabalhos recentes da CEPAL, no que tem sido chamado, por eles mesmos, de reforma das reformas<sup>34</sup>. Segundo essa perspectiva, os países periféricos, em especial os da América Latina e Caribe, não deveriam retroceder nas reformas neoliberais, nem muito menos rechaçá-las. Muito pelo contrário, esses países deveriam tomar as reformas como um dado e, a partir delas, buscar os elementos de política que conseguissem aumentar o grau de equidade social<sup>35</sup>.

Quanto ao desmantelamento da proteção e do controle governamentais frente às importações, reforma que Agosin e Ffrench-Davis (1993) preferem chamar de liberalização comercial, o caráter reformista da agenda cepalina é nítido quando estes mesmos autores afirmam:

“Não se trata de que os países que têm posto em prática reformas profundas retrocedam no caminho já percorrido. A reversão das políticas já adotadas pode, em si, ter um custo muito alto, tomando *conveniente a manutenção* das políticas existentes, ainda que sejam sub-ótimas” (Agosin e Ffrench-Davis, 1993:57 – itálicos não originais).

Do lado da liberalização financeira externa, o argumento cepalino é bastante parecido. Segundo Ocampo (1999), existiria um consenso sobre a globalização financeira reconhecendo que a liberalização da conta de capitais deve ser ordenada e cautelosa. Essa cautela seria justificada pela volatilidade dos fluxos de capital de curto prazo, volatilidade esta que deveria ser controlada por mecanismos de regulação e supervisão preventiva, assim como na proposta ortodoxa da terceira fase. A entrada de capital externo teria, portanto, um papel positivo, desde que se dirigisse para o financiamento do investimento produtivo.

Sinteticamente, não se trataria de reduzir o grau de liberalização financeira externa, embora eles reconheçam que o capital externo gera instabilidade nas taxas de câmbio, no grau de controle da oferta de crédito e da demanda agregada, no preço dos ativos, nos passivos externos e na vulnerabilidade futura a novos choques externos (CEPAL, 1998). Mas, trata-se de utilizar a política regulatória, até de controles de

<sup>34</sup> A nomenclatura *reforming the reforms* para essa agenda pode ser encontrada em Ocampo (1999) e Ffrench-Davis (1999).

<sup>35</sup> Na CEPAL, o reformismo pelo lado macroeconômico converge com o reformismo pelo lado social expresso pela visão da “Transformación Productiva com Equidad”. Veja-se para isto CEPAL (1990), CEPAL (1998) e Bielschowsky (2000).

capital quando necessário, no sentido de incentivar os investimentos produtivos com capitais externos de longo prazo, e desincentivar a entrada de capitais de curto prazo com interesses meramente especulativos<sup>36</sup>.

Esta argumentação se assenta na idéia do ciclo de endividamento virtuoso (CEPAL, 1998), segundo a qual existiriam três fases para que o financiamento externo do crescimento gerasse as divisas necessárias para saldar os compromissos assumidos inicialmente. Na primeira fase, em que a taxa de investimento do país é maior do que a poupança interna disponível, o “gap” existente é financiado pelo capital externo. Nesse período inicial, a dívida externa cresce mais rápido do que o PIB, porque os novos empréstimos são tomados para cubrir o déficit de poupança interna e o refinanciamento da dívida que por ventura for vencendo. No período seguinte, o crescimento econômico conseguido com o financiamento externo produz um excesso de poupança interna com respeito aos níveis de investimento, o que lhe permitirá pagar progressivamente os juros da dívida contraída. O saldo comercial, por sua vez, passa a ser positivo nesta segunda fase, ao contrário da primeira<sup>37</sup>. Isso possibilita que a taxa de crescimento da dívida decline gradualmente até se tornar inferior à taxa de crescimento do PIB e o estoque de dívida pare de crescer. Na última fase, o crescimento econômico e a expansão do excedente de poupança interna permitem que o país pague os juros da dívida e comece a amortizar o principal da mesma, até que ela se anule.

Esta idéia que embasa o pensamento cepalino só se sustenta se forem observadas três premissas. Inicialmente, a entrada de capital externo não pode financiar o consumo interno, mas deve dirigir-se para investimentos produtivos que permitam o crescimento econômico posterior. Em segundo lugar, e relacionado com o anterior, o capital externo não pode ser de curto prazo com interesses meramente especulativos para aproveitar-se de ganhos de arbitragem, mas deve ser direcionado para aplicações de longo prazo. Por último, o acréscimo de investimento produtivo deve se traduzir em expansão de produção de bens transacionáveis no mercado externo, pois é a geração de saldos comerciais positivos que garantirá o pagamento do endividamento externo. Neste momento, é que aparece o papel da política comercial. Não se trata, como visto, de

<sup>36</sup> “As entradas de capital por intermédio dos investimentos externos diretos na região são importantes nesse contexto, quando realmente contribuem para a criação de uma nova capacidade produtiva” (Biclschowsky, 2000:970).

<sup>37</sup> Com déficit orçamentário nulo, a identidade básica macroeconômica garante que um excesso de investimento sobre poupança interna se traduza em déficits comerciais, no primeiro caso, e vice-versa no segundo.

recuar nas reformas comerciais neoliberais, mas de tomá-las como ponto de partida. As políticas comerciais seletivas, segundo a agenda cepalina, estariam orientadas a superar as insuficiências dos mercados e a aproveitar as externalidades, de forma a garantir que o acréscimo de capacidade produtiva fosse voltado para a promoção das exportações (CEPAL, 1998).

Em suma, a proposta cepalina não é de reversão das reformas, mas de gerenciamento e direcionamento dos efeitos da abertura comercial e da liberalização financeira externa, de forma a canalizar o capital externo para atividades produtivas voltadas preferencialmente para as exportações, ao mesmo tempo em que se procura a equidade social, embora as políticas para tanto sejam muito mais de caráter compensatório, do que de reversão de estratégia de desenvolvimento propriamente dita<sup>38</sup>. A agenda cepalina de reforma das reformas parece significar muito mais um gerenciamento das “imperfeições” das reformas neoliberais do que uma concepção significativamente distinta de desenvolvimento. No passado, a CEPAL caminhava em sentido contrário do pensamento liberal-conservador-ortodoxo. Atualmente, a CEPAL acompanha o pensamento convencional, isso quando não vai a reboque do revisionismo, com seu modelo de reforma das reformas.

### 1.3-A VISÃO CRÍTICO-CONJUNTURAL

De outra perspectiva, a visão crítico-conjuntural<sup>39</sup> parte da constatação de que os episódios de colapsos cambiais no Chile em 1982, no México em 1982 e 1994 e, pode-se acrescentar, no Brasil em 1999, apresentaram os seguintes fatores em comum: programas de redução da inflação e dos déficits públicos; apreciação real do câmbio; déficits externos em transações correntes; altas taxas reais de juros; abertura comercial; liberalização financeira; e, abertura ao capital externo. A impressionante similaridade das experiências faz com que alguns autores constatem que “o fato de que tantos fatores ocorram em conjunto ajuda a explicar porque os *crashes* foram tão intensos e pareçam tão similares” (Dornbusch et al., 1995:242).

<sup>38</sup> Como se a desigualdade social e a concentração de renda já não fossem algo inerente ao modelo adotado, o que obviamente daria a políticas sociais compensatórias um caráter meramente concessivo. Para as propostas cepalinas na área social, ver CEPAL (1990) e CEPAL (1997).

<sup>39</sup> Expressa em Dornbusch et al. (1995). O mesmo tipo de perspectiva, com algumas variações, pode ser encontrado em Delfim Netto (1998) e Castro (2000).

Segundo esta argumentação, a resposta fundamental para o aparecimento das crises cambiais, que levam as economias a fortes reduções em suas taxas de crescimento e ao endividamento externo, está na proposta comum de estabilização com programas de regime de câmbio fixo, ou quase-fixo. Em regimes de câmbio nominal fixo, por mais exitoso que seja o programa de estabilização, sempre resta um certo resíduo inflacionário, o que tende a provocar uma apreciação real do câmbio. Em regimes de câmbio nominal quase-fixo, a manutenção de um resíduo inflacionário também traz problemas, uma vez que se este resíduo superar as taxas de desvalorização nominal do câmbio, que eventualmente forem programadas, também ocorrerá uma apreciação real do câmbio.

O fato é que esta apreciação real do câmbio levará a crônicos déficits na balança comercial que, em conjunto com os históricos déficits na conta de serviços dos países em desenvolvimento, provoca os saldos negativos em transações correntes. A necessidade de financiar esta conta com a atração de capitais externos faz com que as taxas de juros internas superem em demasia as taxas internacionais, o que por si só já define uma restrição ao crescimento. Assim, o endividamento externo, necessário para financiar as contas externas, acaba se desdobrando em custo adicional no serviço da dívida interna por causa das elevadas taxas internas de juros, assim como tem também o seu estoque elevado, uma vez que, com regimes de câmbio não-flexível, a entrada de capitais precisa ser esterilizada. Esses problemas no balanço de pagamentos e a incapacidade do governo em saldar suas contas faz com que se reduza a credibilidade externa em relação ao país em questão, provocando a fuga de capitais, as crises cambiais, e seus impactos recessivos. Desta forma, o diagnóstico da visão crítico-conjuntural para a restrição externa ao crescimento e para o aparecimento de crises no balanço de pagamentos é todo ele baseado na sobrevalorização real do câmbio. Isto é claro, por exemplo, no seguinte trecho a respeito da economia brasileira:

“Embora o excesso de valorização cambial tenha sido reduzido ao longo desses 4 anos [período pós-Real], a correção não foi suficiente para evitar as seguintes consequências, pela ordem: desestimulou as exportações e deu um forte estímulo às importações, produzindo um avantajado déficit nas transações de comércio exterior, o que inflou o déficit em conta corrente; esses déficits criaram a situação de constrangimento externo que exige a manutenção de altas taxas de juros que restringem o crescimento da economia ...” (Delfim Netto, 1998: 105).

Deve-se salientar que não é a abertura externa em si que se critica, mas o fato dela ser implementada sem os cuidados necessários com a taxa de câmbio. Daí a insistência de Delfim Netto (1998: 110 – *itálico não original*): “a sobrevalorização cambial não era necessária: *e/*a foi responsável pela situação de constrangimento externo que foi crescendo até nos tornarmos reféns dos mercados financeiros internacional e nacional”.

A constatação dos problemas de restrição externa apenas como uma distorção dos preços relativos expressos na taxa de câmbio leva esta abordagem a propor o aumento no ritmo das desvalorizações nominais. Dessa maneira, taxas de desvalorização nominal superiores às da inflação remanescente proporcionarão a depreciação real do câmbio, melhorando as contas externas e, em consequência, a credibilidade do país. O argumento oficial de que essa política seria inócua, pois o aumento nas desvalorizações seria contrabalançado por seus conseqüentes impactos inflacionários, não é válido. Isto porque esses regimes de câmbio nominal (quase) fixos tenderiam a produzir baixas taxas de crescimento e, por isso, grande capacidade ociosa (alto desemprego). Sendo assim, haveria espaço para as desvalorizações que, antes dos impactos inflacionários, poderiam aumentar o grau de utilização da capacidade produtiva (reduzir o desemprego) e melhorar as contas externas.

#### 1.4-HIPÓTESE DA FRAGILIDADE E DA VULNERABILIDADE EXTERNAS

Antes de iniciar a análise desta perspectiva, faz-se necessário analisar o impacto da desregulamentação e liberalização financeiras, características das últimas décadas, sobre a autonomia de políticas econômicas nacionais.

##### 1.4.1-Trilogia impossível e autonomia de política

De fato, a adoção de um regime de âncora cambial (seja ele fixo ou quase-fixo), em um contexto de liberalização financeira dos capitais internacionais, impossibilita a autonomia de política econômica das nações que implementam estas duas medidas. Dessa forma, liberalização financeira externa, âncora cambial e autonomia de política

formariam uma trilogia impossível<sup>40</sup>. Como constatou Ocampo (1999: 75-80), dentro dessa trilogia podem ser combinados dois elementos entre si, o que definiria três cenários ou estratégias de política. O primeiro cenário seria definido por um regime de conversibilidade, onde seriam preservadas a liberalização do fluxo de capitais externos e a âncora cambial, abrindo-se mão da autonomia de política econômica. Na segunda estratégia, seriam mantidas a liberalização financeira externa e a autonomia de política, renunciando-se à manutenção da âncora cambial, o que definiria um sistema de livre flutuação cambial. Essa última permitiria a não-endogeneização da oferta de moeda, que seria determinada autonomamente pelo governo, em função dos seus objetivos. Por último, poder-se-ia optar pela autonomia de política com o fluxo de capitais externos e a taxa de câmbio administrados, embora esta última não fixa, o que só poderia ser obtido pela renúncia à liberalização financeira externa<sup>41</sup>.

Mais rigorosamente, a perda de autonomia de política econômica pode ser entendida a partir de dois componentes. O primeiro se define pelos efeitos da desregulamentação financeira interna em um determinado país. O segundo, como visto acima, se define a partir da liberalização financeira externa, levando à situação dada pela trilogia impossível. Inicia-se pela análise do primeiro componente.

#### 1.4.1.1 – Desregulamentação financeira interna e autonomia das autoridades monetárias

O processo de desregulamentação financeira, iniciado nos EUA na década de 60, produziu um acirramento da concorrência bancária, obrigando os bancos<sup>42</sup> a implementar inovações financeiras como forma de sustentar estratégias mais ousadas na composição de seus ativos, através de uma política mais agressiva na captação de recursos. As inovações financeiras e, em específico, os novos produtos financeiros se apresentam como formas que os bancos possuem para captar recursos, isto é, formas

<sup>40</sup> Rose (1994) chamou esta trilogia de “santíssima trindade”.

<sup>41</sup> A passividade da política monetária em um cenário de perfeita mobilidade de capitais, com regime de câmbio fixo, é um resultado clássico do modelo Mundell-Fleming. O ponto a ser enfatizado é que esta passividade é decorrência não apenas de decisões quanto ao regime cambial, mas também quanto ao grau de abertura financeira, isto é, decorre de uma opção de inserção internacional.

<sup>42</sup> Prefere-se trabalhar neste ponto com o impacto da desregulamentação financeira sobre a estrutura de balanço dos bancos por mera simplificação. O mesmo poderia ser feito para instituições financeiras não-bancárias, respeitando suas especificidades.



que os bancos têm de emitir obrigações contra si próprios (modalidades de passivo), o que lhes permite fornecer crédito fora da regulação da autoridade monetária<sup>43</sup>.

Por esta abordagem, os bancos não são instituições passivas que fazem a mera intermediação entre agentes superavitários, ofertantes de poupança, e agentes deficitários, demandantes de investimentos, e que, portanto, não podem criar novos depósitos. Para essa abordagem, os bancos criam depósitos por valores recebidos, por um lado, e cancelam depósitos em função de direitos exercidos contra ele próprio, por outro. A criação de depósitos pode se dar pelo depósito de recursos pelo público no banco, sendo que este abre um depósito contra o valor recebido (criação passiva), ou pela criação de depósitos “derivativos”, a partir da ampliação dos seus empréstimos (criação ativa de moeda bancária). Dada esta capacidade de criação de crédito, independentemente de depósitos prévios, o banco assume um comportamento maximizador procurando conciliar maiores retornos com a sua preferência pela liquidez, que é proveniente da incerteza frente aos acontecimentos da dinâmica financeira.

Os bancos podem realizar um gerenciamento do lado do ativo, procurando a melhor composição do portfolio de aplicações<sup>44</sup>. Isso define uma política de administração do ativo dos bancos, dados os seus passivos, onde a decisão do volume de depósitos é da própria firma bancária, embora sem a possibilidade de decisão na sua composição.

Quadro 1 – Estrutura de balanço de um banco (administração do ativo)

ATIVOS	PASSIVO
Letras de câmbio e empréstimos de curto prazo	Depósitos a vista
Investimentos financeiros	
Empréstimos a clientes	

O quadro 1 mostra a estrutura de balanço de um determinado banco hipotético. Nesta, o passivo é dado pelos depósitos a vista e o ativo por letras de câmbio e

<sup>43</sup> Essa abordagem keynesiana pode ser encontrada em Paula (1999) e Carvalho (1998). Para esta abordagem, os bancos não têm um papel meramente de intermediação entre agentes superavitários e deficitários, característica da abordagem ortodoxa, como ressaltam estes dois trabalhos citados.

<sup>44</sup> Esta primeira versão da abordagem da preferência pela liquidez dos bancos é encontrada em Keynes (1971, v.II, cap.25) e, portanto, se restringe ao contexto, às instituições e aos produtos financeiros da época.

empréstimos de curto prazo, caracterizados por uma pequena rentabilidade e alto grau de liquidez, pois podem ser vendidos novamente no curto prazo sem perdas significativas, investimentos financeiros (títulos públicos ou privados) com rentabilidade e grau de liquidez médios, e adiantamentos a clientes (de mais longo prazo e não-comercializáveis), que têm pouca liquidez e alta rentabilidade. Sendo assim, o retorno do ativo é crescente das letras de câmbio e empréstimos de curto prazo para os empréstimos a clientes, ao mesmo tempo em que se reduz a liquidez do ativo. O risco de iliquidez é compensado pelo retorno do ativo. Em equilíbrio, todos os ativos devem render a mesma taxa própria de juros, que é composta pelos rendimentos esperados do ativo, pelo seu grau (prêmio) de liquidez, por sua valorização esperada, e pelo seu custo de manutenção. O critério de administração do ativo, que é dado pela conciliação da dicotomia lucratividade-preferência pela liquidez, depende do estado de confiança dos bancos frente aos acontecimentos. Uma maior incerteza implica em uma maior preferência pela liquidez e, portanto, na priorização de ativos com maior liquidez e menor retorno na composição do portfólio. Caso contrário, uma menor incerteza, implica em posturas mais agressivas dos bancos na sua estrutura de balanço.

Essa versão de administração do ativo permite observar como se distribuem os recursos entre os ativos, conforme a escolha de balanços (lucratividade X preferência pela liquidez), mas não o volume de recursos e, portanto, o volume de depósitos a vista que é criado. Apesar dessa limitação, a escolha de balanço pelo enfoque da administração do ativo tem uma implicação importante. As letras de câmbio, empréstimos de curto prazo e os investimentos financeiros pertencem à circulação financeira, enquanto que os empréstimos a clientes dizem respeito à circulação industrial. Dessa forma, ao observar a distribuição das aplicações entre os dois tipos de circulação, é possível perceber os impactos sobre o lado real da economia (produto, renda e emprego) da criação de crédito.

Minsky (1986), por outro lado, observou que os bancos operavam administrando seus portfólios de aplicações (ativos), antes dos anos 60, mas, a partir dali, com o amplo processo de desregulamentação financeira, eles procuraram alterar suas estruturas de obrigações (passivos) e aumentaram seus graus de alavancagem (passivo total/patrimônio líquido). A administração do passivo<sup>45</sup> se define pela diversificação

---

<sup>45</sup> Na verdade, trata-se de administração de ativos, segundo o critério de conciliação da rentabilidade com a liquidez, e da administração dos passivos. A estratégia de balanço dos bancos se traduz na administração dos dois lados do balanço.

deste através da criação de novos produtos e instrumentos financeiros, que permitam aos bancos captar recursos além dos depósitos a vista, como pode ser visto no quadro 2.

Quadro 2 – Estrutura de balanço de um banco (administração do passivo)

ATIVOS	PASSIVOS
Letras de câmbio e empréstimos de curto prazo	Depósitos a vista
Investimentos financeiros	Depósitos a prazo
Empréstimos a clientes	Emissão de papéis

A administração do passivo é feita segundo o critério de expectativa quanto à exigibilidade do compromisso e o custo dessas obrigações, que é dado pela taxa de juros paga pelos bancos sobre seus passivos. Esta escolha dos bancos define o componente endógeno da oferta de moeda da economia, uma vez que os depósitos a vista constituem o passivo monetário, e os depósitos a prazo e os papéis emitidos (*commercial papers*, por exemplo) definem o passivo não-monetário dos bancos. Por conseguinte, a determinação pelos bancos da composição de seus passivos altera o montante de liquidez criado na economia.

Levando em consideração a escolha de balanços feita pelos bancos, é possível definir a lucratividade dos mesmos, conforme Minsky (1986: 237), da seguinte forma:

$$\Pi = [(r_a - r_p).V] + R_t - C_a \quad (1)$$

onde:  $r_a$  = taxa média recebida dos seus ativos

$r_p$  = taxa média paga nas obrigações

$V$  = volume total de operações

$R_t$  = receitas com tarifas

$C_a$  = custos administrativos

Além do maior *spread* entre a taxa de aplicação e a taxa de captação, os bancos ainda podem aumentar sua lucratividade elevando o índice passivo total/patrimônio líquido, isto é, o grau de alavancagem, por intermédio das novas formas de tomar fundos emprestados, as inovações financeiras. Essa necessidade de inovar na captação

dos recursos é dada pela extrema concorrência interbancária produzida pela desregulamentação financeira<sup>46</sup>.

As inovações financeiras influem tanto sobre o montante quanto sobre o perfil dos recursos captados, o que permite aos bancos contornar as restrições/regulações impostas pelas autoridades monetárias sobre as reservas bancárias. O controle que a autoridade monetária passa a ter, portanto, é indireto sobre o volume (reservas compulsórias) e sobre o preço do crédito bancário (taxas de juros), pois depende das respostas e da criatividade do sistema bancário. A política monetária tem diminuída, assim, sua capacidade de atuação/regulação na economia com o processo de desregulamentação. Vale salientar ainda que a liberalização financeira externa permite aos bancos tanto emitir obrigações em moeda estrangeira como fornecer crédito em moeda estrangeira, fazendo com que a escolha de balanços seja influenciada pelas variações nas taxas de câmbio, mas também, e o que é mais importante, suas posturas financeiras influenciem o preço relativo entre a moeda doméstica e a estrangeira.

Desta maneira, dado o comportamento maximizador dos bancos, incentivado pelo aumento da concorrência interbancária, o que lhes obriga a tomar posturas mais agressivas na escolha de seus balanços, através das inovações financeiras, a desregulamentação e a liberalização financeiras reduzem a capacidade que as autoridades monetárias têm para controlar a liquidez na economia. As inovações e a internacionalização reduziram a operacionalidade de alguns instrumentos de controle monetário, como as reservas compulsórias e as taxas de redesconto. Restou às autoridades monetárias a utilização de títulos públicos como instrumento de controle de liquidez dos mercados monetários (Miranda, 1997: 262). Entretanto, estes títulos públicos ainda sofrem a concorrência dos novos instrumentos de curto prazo, os títulos privados, e “...contas de capitais liberalizadas implicam restrições à fixação dos juros com o objetivo de administrar a liquidez interna. A demanda por liquidez é atendida também por instituições financeiras do exterior ou por instituições domésticas que operam em mercados *offshore*” (Miranda, 1997: 265).

---

<sup>46</sup> “Um banqueiro está sempre tentando encontrar novas formas de empréstimo, novos clientes, e novas formas de obtenção de fundos, isto é, de tomar emprestado; em outras palavras, ele está sob pressão para inovar” (Minsky, 1986: 237).

#### 1.4.1.2 – Liberalização financeira externa e autonomia de política

No que diz respeito à perda de autonomia por causa da liberalização financeira externa, volta-se à discussão proposta na trilogia impossível. Se a autonomia de política econômica nacional é impossível em um ambiente de liberalização externa com um regime de câmbio fixo (ou quase-fixo), restariam duas alternativas para o país que quisesse preservar a primeira: ou é abolido o regime de câmbio (proposta da visão crítico-conjuntural) ou, então, reduz-se o grau de abertura financeira e comercial, que será a proposta da hipótese de fragilidade e vulnerabilidade externas. Segundo esta última perspectiva, a aceitação da segunda alternativa deve pressupor a primeira<sup>47</sup>, como será visto adiante, mas o contrário não é verdadeiro, como o comprova o posicionamento da visão crítico-conjuntural.

Os processos de desregulamentação financeira e de liberalização dos fluxos de capital fazem com que as políticas de juros tenham que responder de imediato às alterações nas taxas de juros de longo prazo e, principalmente, nas taxas de câmbio. Isso ocorre porque esses processos criam uma interação entre os mercados (monetário, cambial e de títulos) e os bancos centrais, de forma que as oscilações nas taxas de juros de longo prazo e nas taxas de câmbio, decorrentes de modificações nas expectativas dos agentes quanto à vulnerabilidade externa das economias, torna a política econômica de uma nação dependente da dinâmica financeira dos capitais internacionais e das políticas econômicas das outras nações, principalmente das centrais<sup>48</sup>.

Se em outras épocas os movimentos de capitais regulavam os desequilíbrios comerciais e em conta corrente dos países, a desregulamentação financeira e a liberalização externa proporcionaram aos capitais internacionais a possibilidade – que acaba se transformando em necessidade – de circularem entre os países, independentemente dos seus motivos originais. O movimento especulativo faz com que a entrada ou saída de capitais externos dependa do diferencial entre as taxas de juros domésticas e as internacionais, da variação esperada nos preços dos ativos financeiros, e da (des)valorização esperada das moedas. O que ocorre é que a própria movimentação

<sup>47</sup> “Como impedir que essa preocupação com a taxa de câmbio comprometa a autonomia de política monetária? A solução, no meu entender, é combinar a flutuação com restrições às transações financeiras externas, isto é, com controles seletivos sobre a movimentação de capitais” (Batista Jr., 2000: 359).

<sup>48</sup> “A abertura financeira tem efeitos significativos sobre os preços dos ativos nacionais, sobre as taxas de juros e sobre a taxa de câmbio, já que aumenta o grau de substituição entre os fundos de origem nacional e os estrangeiros para os tomadores de empréstimo e, o que é mais importante, dos ativos nacionais e em moeda estrangeira para os fornecedores de crédito” (Akyüz, 1991a: 296-297).

de capitais, frente a alterações nas expectativas de ganhos de curto prazo (ligados ao risco e incerteza das operações), tende a gerar flutuações extremas nas próprias taxas de câmbio e/ou nos preços dos ativos financeiros. Assim, aquilo que era esperado que ocorresse, termina se verificando pelas próprias transações movidas pelas modificações de expectativas. A circulação dos capitais ganha um caráter predominantemente especulativo e as políticas nacionais perdem autonomia, na medida em que a circulação de capitais depende dos ganhos de curto prazo e, em consequência, coloca limites no manejo das taxas de juros domésticas, gerando flutuações extremas nas taxas de câmbio e nos preços dos ativos financeiros. Tudo isso graças aos decantados processos de desregulamentação financeira e liberalização externa.

Se isso vale de forma geral, é ainda mais pronunciado para os países periféricos altamente endividados e que foram forçados a implementar políticas de estabilização sustentadas em regimes de câmbio fixo ou quase-fixo; países que se vêem recorrentemente com problemas de financiamento externo, o que define uma restrição externa ao crescimento. Foram os casos, por exemplo, do Chile pós-golpe militar de 1973, do México após a crise da moratória em 1982, e do Brasil do Plano Real. Para esses países, a liberalização financeira externa, em conjunto com políticas de estabilização com âncora cambial, resultou em sobrevalorizações do câmbio real que, por sua vez, redundaram em recorrentes déficits em transações correntes, provocando problemas de credibilidade e liquidez. Estes só poderiam ser enfrentados pelo aumento da atratividade para os capitais externos, mediante a elevação das taxas de juros domésticas, o que, em um segundo momento, agrava os problemas de vulnerabilidade externa<sup>49</sup>.

Os problemas de financiamento externo costumam ser tratados como mera captação de poupança externa. Entretanto, conforme já advertia Kalecki (1987), as formas assumidas por esse capital externo são de suma importância para definir a dinâmica dessa restrição externa.

As subvenções ou doações, por exemplo, constituem a melhor forma de ajuda externa do ponto de vista econômico, mas geralmente trazem consigo ingerência política, o que por definição é uma limitação na autonomia de política nacional. Por outro lado, os créditos costumam ser divididos em empréstimos de curto prazo e os de

---

<sup>49</sup> “Isto representa um sério constrangimento ao raio de manobra da política monetária, além de acuar a política fiscal pelo crescimento dos encargos financeiros nos orçamentos públicos” (Coutinho e Belluzzo, 1996: 152-153). Um bom tratamento da relação entre integração financeira e fragilidade externa pode ser encontrado em Minsky (1994).

longo prazo, e estes últimos avaliados como de melhor qualidade. Não esquecendo da fronteira extremamente arbitrária na discriminação entre os dois tipos de capital, principalmente com o desenvolvimento dos produtos derivativos e dos mercados secundários, existem duas questões importantes a serem observadas. Em primeiro lugar, esses créditos envolvem o custo do serviço da dívida, que depende do período de carência, prazo de pagamento e das taxas de juros. Em países com problemas de vulnerabilidade externa e, portanto, de credibilidade, os refinanciamentos das dívidas externas são feitos geralmente com menores prazos de pagamento e com maiores taxas de juros. Em segundo lugar, as formas de pagamento podem ser em moeda forte (convertível), que depende do desempenho comercial do país em questão, em moeda local (não-convertível), ou em bens. Normalmente, a forma que predomina é a primeira, o que, em situações de sobrevalorização cambial, compromete sobremaneira o pagamento.

Por último, o investimento direto estrangeiro (IDE) é apresentado como o melhor tipo de capital externo, não só porque se trata de investimento de longo prazo, mas também porque implicaria em acréscimo de capacidade produtiva das economias. Apesar do discurso oficial, constata-se que o IDE, em específico para a América Latina, foi feito geralmente para aquisição de estatais, nos amplos programas de privatização, e em processos de fusões e aquisições. Tanto um quanto o outro, em si, não representam acréscimo algum de capacidade produtiva, apenas transferência patrimonial. Além disso, as inovações financeiras – principalmente os mecanismos de *hedge* – também contribuíram para eliminar o caráter de longo prazo deste investimento e, apesar do IDE não se traduzir em fluxos (saídas) de juros, é aplicado na expectativa de obtenção de lucros e, principalmente, na possibilidade de sua repatriação, o que recoloca o problema para as contas externas mais adiante.

Sendo assim, a exaltação do capital externo como a solução para os problemas do financiamento externo omite o fato de que esse capital costuma transferir esses problemas para o futuro, em maiores proporções.

Ressalte-se que a perda de autonomia das políticas nacionais, embora seja uma consequência da internacionalização financeira, também está ligada a uma opção nacional. Esta se define pela implementação de políticas de estabilização econômica, baseadas na liberalização dos mercados, seja pelo estabelecimento de metas monetárias, o que eleva a volatilidade nos mercados monetários e cambial (Kregel, 1996:43), seja pelo estabelecimento de câmbios (quase) fixos, que engessam a política monetária e

restringem a política fiscal. Além do mais, os países receptores de capitais dispõem de certo espaço para definir suas políticas nacionais com relação ao grau de abertura externa.

De fato, “conquanto não objetivem fixar suas taxas de câmbio, os bancos centrais permanecem donos de seus próprios mercados monetários. Só que a escolha da melhor forma de exercício deste poder torna-se mais complexa em um ambiente de mudanças estruturais” (Goodhart, 1995:36). Entretanto, a adoção de regimes de taxas de câmbio flutuantes acentua a volatilidade das mesmas, pois estas terminam oscilando em função da livre movimentação dos capitais. Uma forma de controlar essa volatilidade é através do manejo do diferencial entre as taxas de juros domésticas e as internacionais. Contudo, altas taxas de juros domésticas podem reforçar a especulação ao invés de combatê-la, uma vez que os desequilíbrios internos decorrentes (crescimento do desemprego, queda do crescimento e superendividamento público) podem levar à fuga de capitais (Goodhart, 1995).

Especificamente para o endividamento público, mostra-se que a condição para a estabilidade da dívida pública, ao mesmo tempo que se procura manter uma certa liberdade da política fiscal para atuar sobre a demanda agregada, é que a taxa de juros deve ser igual à taxa de crescimento da economia, o que impõe um limite para a subida da taxa de juros, se o que se deseja é conter o endividamento público (Plihon, 1999). Definindo como condição para a estabilidade da dívida pública que o superávit primário (s) seja igual à diferença entre os encargos de juros e o déficit público (d), pode-se escrever:

$$d = (i \times D) - s \quad (2)$$

onde  $i$  é a taxa de juros e  $D$  o estoque da dívida.

Dividindo os dois lados de (2) por  $D$ , tem-se:

$$d / D = i - (s / D) \quad (3)$$

Para que a relação  $D / \text{PIB}$  permaneça constante é preciso que:

$$D / Y = (d + D) / (gY + Y) \text{ e, portanto,}$$



$$g = d / D \quad (4)$$

onde  $g$  é taxa de crescimento da economia.

Combinando (3) e (4), chega-se a:

$$g = i - (s / D) \quad (5)$$

Por meio de (5), chega-se à conclusão de que se a taxa de juros for superior à taxa de crescimento da economia, a estabilidade do endividamento público em relação ao PIB requer que sejam gerados saldos primários positivos. Por outro lado, se a taxa de juros for igual à taxa de crescimento da economia, a estabilidade da relação  $D / \text{PIB}$  é obtida com saldos primários nulos ( $s = 0$ )<sup>50</sup>.

Em suma, o que se observa é que a autonomia de políticas nacionais, tanto a monetária quanto a fiscal, depende da escolha do regime cambial implementado em um contexto de internacionalização financeira mas, está muito mais ligada ao grau de abertura externa desejado e adotado pelas economias e, principalmente, por aquelas que sofrem problemas de vulnerabilidade externa.

De fato, a abolição do regime de câmbio fixo retira a endogeneidade da oferta de moeda, aumentando com isso os ganhos de liberdade da política monetária para o manejo de objetivos internos, como constata a visão crítico-conjuntural. Entretanto, o fluxo de capitais é função do diferencial entre as taxas de juros interna e externa, da variação esperada nos preços dos ativos domésticos, e da desvalorização cambial esperada. Ocorre que o próprio movimento especulativo dos capitais provoca alterações na taxa de câmbio e nos preços dos ativos (portanto nas taxas de juros internas). O que deveria determinar o fluxo de capitais acaba sendo determinado por esse próprio fluxo, em função de suas expectativas meramente especulativas.

Sendo assim, a renúncia a um regime de câmbio fixo aumenta os graus de liberdade da política econômica, mas não parece resolver a perda de autonomia da mesma que, sem a redução do grau de abertura externa<sup>51</sup>, se vê atada ao livre fluxo especulativo dos capitais.

<sup>50</sup> Trata-se da clássica condição para a estabilidade da dívida pública segundo a qual a taxa de juros real deve ser igual à taxa de crescimento real da economia, o que impõe um limite para a subida da taxa de juros se o que se deseja é conter o endividamento público.

<sup>51</sup> Recuperação da autonomia de política econômica sem redução da liberalização financeira tampouco é vista como alternativa viável por autores como Diaz-Alejandro (1985: 5) e Felix (1994: 568).

#### 1.4.2- Fragilidade financeira interna

O problema da autonomia de política econômica é levado em conta pela perspectiva da hipótese da fragilidade financeira. Esta hipótese pode ser desdobrada em duas. A primeira é a da fragilidade financeira interna. Kregel (1998), a partir da idéia original de Minsky (1975, 1982 e 1986), procurou aplicar a hipótese para a crise asiática de 1997.

Como a proposta de Minsky é desenvolver o argumento keynesiano dentro de uma perspectiva cíclica, enfatizando o papel que a estrutura de obrigações tem na tomada de decisão dos agentes quanto à composição do portfólio, o financiamento do investimento, que é a variável que fornece a instabilidade à economia capitalista, torna-se o elemento teórico mais importante de seu trabalho.

O financiamento do investimento pode-se dar de duas formas. Ou ele é feito através de recursos próprios, ou então mediante a tomada de empréstimos (demanda por crédito). Esta última alternativa implica na decisão sobre as condições de empréstimo que serão assumidas, sejam os prazos de pagamento, as taxas de juros, ou períodos de carência. Sendo assim, as posturas ou estratégias financeiras dos agentes implicam não apenas na decisão do investimento, mas também na escolha de balanços.

Existem dois critérios para classificar as posturas financeiras. Os critérios são as condições de liquidez, referente ao descompasso dos compromissos e recursos, e de solvência, que diz respeito à viabilidade do plano de investimento. Há três tipos de postura: *hedge*, especulativa e Ponzi.

O primeiro tipo de postura é a *hedge*, que se define pelo fato das entradas monetárias provenientes dos retornos esperados do investimento serem superiores às saídas para pagamentos das dívidas, em todos os períodos. Isso significa que o fluxo esperado de receitas é maior do que as obrigações de dívida, em qualquer período considerado. Esta última é a condição de liquidez para a postura *hedge*, e significa que o agente *hedger* não precisa recorrer ao mercado financeiro para financiar os seus débitos, desde que as receitas esperadas realmente atinjam o montante mínimo necessário para tanto. Obviamente, quanto ao critério de solvência, estabelece-se como condição inicial para o financiamento que o valor presente dos ativos seja superior ao valor presente dos passivos<sup>52</sup>. O crucial na postura *hedge*, entretanto, não é que o agente não se endivide,

<sup>52</sup> O valor presente dos ativos pode ser medido através do valor histórico, que é dado pela atualização dos fluxos de rendimentos esperados, ou do valor de liquidação, dado pelo preço de mercado dos ativos no

mas apenas que ele possui condições de pagar a dívida, sem ter que recorrer a novos financiamentos.

O segundo tipo é a postura especulativa. Não é a condição de solvência que a define, uma vez que o agente especulador também espera que o valor presente de suas receitas supere o de suas obrigações, esperança essa que é compartilhada pelo agente financiador. O que caracteriza esta postura é a violação da condição de liquidez, de forma que os pagamentos de dívida superam as receitas esperadas em alguns períodos, geralmente iniciais, o que obriga o agente a refinanciar o seu débito. O caráter especulativo deste agente se define por sua crença na “rolagem” da dívida pelo mercado financeiro, o que pode transformá-lo de ilíquido em insolvente. De fato, se o horizonte de tempo em que se efetuam os rendimentos dos ativos for muito superior àquele em que devem ser pagas as obrigações, o valor presente dos ativos se torna inferior ao dos passivos.

Quando a rolagem da dívida passa a se dar não apenas sobre o principal da dívida, mas também sobre os juros a pagar, de forma que o total da dívida cresça, a postura financeira passa a ser Ponzi<sup>53</sup>. A unidade Ponzi é também especulativa, só que com o adendo de que o fluxo de receitas dos primeiros períodos é inferior ao pagamento dos juros de dívida dos mesmos períodos. Embora o critério de solvência possa ser mantido, no sentido de que o agente realmente espera que o seu investimento seja solvente<sup>54</sup>, a condição de liquidez, já violada pelo agente especulador, é mais do que quebrada. O caráter excessivamente especulativo do agente Ponzi é dado por sua crença de que tanto o principal da dívida, como o serviço desta, serão refinanciados pelo mercado financeiro.

As unidades especulativa e Ponzi são mais vulneráveis ao que se passa nos mercados financeiros no sentido de que uma elevação das taxas de juros coloca em risco suas condições de solvência, o que as obriga a se refinanciar. Se isto for feito como novo empréstimo, crescerão o principal e o serviço da dívida. Se, alternativamente, o

---

instante de sua liquidação. Como este pode ser bastante diminuído quando um grande lote de ativos é posto à venda, os dois valores costumam diferir.

<sup>53</sup> O termo Ponzi tem origem nas atividades especulativas de Charles Ponzi, erigidas sob dívidas crescentes, dentro do *boom* imobiliário que ocorreu na Flórida na década de 20 do século passado. Tratava-se de verdadeiras “pirâmides” financeiras sustentadas apenas enquanto novas entradas cobriam as saídas de caixa.

<sup>54</sup> Se o critério de solvência é mantido por todos os tipos de posturas, o que realmente ele discrimina? Apesar dos dois critérios serem utilizados, o critério de liquidez possui um caráter discriminatório maior e, portanto, mais útil na tipologia das posturas financeiras. O que o critério de solvência permite perceber é a (in)viabilidade dos investimentos, seja pelo (des)compasso temporal entre ativos e passivos, seja por uma baixa (alta) das taxas de juros.

refinanciamento assumir a forma de venda de ativos, o preço destes tende a cair, o que obrigará outras unidades a recorrer ao refinanciamento. Esse processo cumulativo amplia uma perturbação do funcionamento do sistema ao invés de resolvê-lo. Além do mais, “as unidades que são de início financeiramente ‘*hedge*’ podem transformar-se em unidades financeiramente especulativas e até mesmo Ponzi à medida que suas receitas se deterioreem, e deste modo ampliam as perturbações iniciais” (Minsky, 1992:26). Isto ocorreria, por exemplo, porque a elevação das taxas de juros diminui a demanda agregada e, em consequência, as receitas esperadas.

Em suma, a fragilidade financeira é tanto maior quanto mais elevada for a participação de unidades especulativas e Ponzi, frente às de financiamento *hedge*. Esta fragilidade financeira significa uma maior suscetibilidade da estrutura financeira a crises, uma vez que a primeira provoca a instabilidade financeira potencial. Como afirma Minsky, “a fragilidade financeira, que é pré-requisito para a instabilidade financeira, é, fundamentalmente, um resultado de processos endógenos ao mercado.” (Minsky, 1986: 251).

As posturas financeiras são utilizadas por Minsky para explicar o ciclo econômico. Para Minsky, este ciclo é financeiro, no sentido de que a fragilidade financeira, que é endógena à economia capitalista, é o que define o caráter cíclico desta. Uma outra característica importante do ciclo em Minsky é o fato da reversão cíclica ser uma questão de probabilidade. O aumento da fragilidade financeira leva à elevação da probabilidade de choques externos, mas os pontos de reversão não são endógenos. A perspectiva da fragilidade explica o desequilíbrio acumulativo, mas não a reversão em si.

Tomando como ponto de partida a economia no limite último da depressão, tem-se que as unidades especulativas e Ponzi já faliram e que o processo de declínio cumulativo da economia já se esgotou, uma vez que as unidades *hedge* que poderiam sobreviver já o fizeram. Os bancos sobreviventes, por sua vez, apresentam uma liquidez razoavelmente alta e possuem uma preferência pela liquidez também elevada. Os reflexos dessa situação para o lado real da economia são o baixo grau de utilização da capacidade produtiva e as altas taxas de desemprego.

A fase de recuperação é iniciada a partir da reversão das expectativas, quando o sucesso inicial dos primeiros hedgers e dos agentes que se autofinanciam faz com que a preferência pela liquidez comece a cair. A volta dos hedgers ao mercado financeiro se dá quando eles percebem uma relativa solidez de seus mercados, já que eles

sobreviveram à recessão. Os bancos, por outro lado, diminuem sua preferência pela liquidez e retomam o fornecimento de empréstimos, inicialmente apenas para os hedgers. Essa fase cresce gradualmente na medida em que as expectativas dos bancos começam a melhorar quando os empréstimos, feitos inicialmente para os hedgers, vão sendo saldados. A busca por maior lucratividade obriga os bancos a aumentar a oferta de crédito (financiamento), expandindo este para posições mais especulativas.

Com a abertura de novas possibilidades de investimento e, portanto, de financiamento deste, o que é possível graças a validação das estruturas financeiras, obtida pela elevação dos lucros que saldaram as dívidas (Minsky, 1992, VI), atinge-se a prosperidade. Nesta, o índice de fragilidade financeira é elevado, por causa da crescente participação de unidades especulativas e Ponzi, mas ela só acabará se algo alterar as condições de financiamento. Isto, para Minsky, ocorre quando a oferta de crédito se detém. Em primeiro lugar, a razão disso pode ser a política monetária anticíclica da autoridade monetária. Períodos de prosperidade podem indicar pressões inflacionárias, e as autoridades monetárias tendem a implementar políticas monetárias restritivas, o que eleva a taxa de juros. Essa elevação leva ao aumento das dívidas financeiras e, conseqüentemente, ao crescimento da fragilidade financeira. Por outro lado, altas taxas de juros significam redução de demanda agregada e da expectativa dos retornos dos investimentos. O aumento da exposição dos empréstimos dos bancos reduz suas margens de segurança, o que tende a elevar as preferências pela liquidez dos mesmos, podendo se constituir em um segundo fator de redução do crédito. Por último, o fim da prosperidade pode ocorrer por um choque exógeno (não sistêmico) qualquer, quando o grau de fragilidade financeira é alto.

A reversão da prosperidade pode-se desdobrar em uma mera crise financeira ou em uma nova depressão econômica. Com a crise financeira, os tomadores de crédito procuram vender seus ativos para saldar as dívidas, uma vez que a preferência pela liquidez dos bancos aumentou. Isso provoca uma pressão vendedora no mercado de ativos que leva à redução dos preços dos mesmos, isto é, à elevação das taxas de juros, reduzindo a demanda agregada e piorando a crise financeira. Esse processo de “deflação de débitos” leva à transformação da crise financeira em uma depressão. Isto só não ocorre se a autoridade monetária fornecer a liquidez necessária para comprar o excesso de oferta de ativos. O mercado financeiro por si só, sem a atuação da autoridade monetária como emprestadora de última instância, tende a provocar o ciclo econômico por causa da fragilidade financeira que ele mesmo cria.

A partir dessa perspectiva, Kregel (1998) procurou explicar como a crise financeira asiática de 1997 pode se desdobrar em recessão econômica<sup>55</sup>. A fragilidade financeira de uma economia cresceria na medida em que os agentes tomassem posturas financeiras cada vez mais especulativas e, os bancos centrais não fornecessem a liquidez necessária para saldar as operações, o que elevaria as taxas de juros, reduzindo a demanda agregada e aumentando o custo financeiro, isto é, potencializando a fragilidade financeira inicial, levando ao processo de deflação de débitos. Em adição a isso, se for permitido às firmas tomar empréstimos em moeda estrangeira, qualquer desvalorização cambial também eleva a fragilidade financeira da economia. Como diz o próprio autor, “a fragilidade do sistema financeiro doméstico aumenta tanto com a elevação das taxas de juros, quanto com a depreciação da moeda doméstica” (Kregel, 1998: 3). O processo ainda é agravado por situações em que a necessidade (ou opção) de manter a estabilidade nominal do câmbio faz com que as taxas de juros internas se elevem em relação às internacionais, como forma de atrair capitais. O que ocorre nesta situação é o incremento da fragilidade financeira por causa da elevação das obrigações, em função dos juros altos.

Essa situação produziria uma armadilha financeiro-cambial para a política econômica. Se a autoridade monetária funciona como emprestadora de última instância e reduz as taxas de juros, ao fornecer a liquidez necessária durante a prosperidade, dentro de um ciclo minskiano, ocorrerá uma saída de capitais, o que levará à desvalorização cambial e ao conseqüente crescimento da fragilidade e instabilidade financeiras. Por outro lado, se as taxas de juros forem elevadas, para garantir a estabilidade cambial, produzir-se-ia também o acréscimo da fragilidade e instabilidade, só que agora pelo decréscimo da demanda agregada e, portanto, das receitas esperadas dos investimentos, e, principalmente, pelo alto custo financeiro.

A situação seria pior para os países em desenvolvimento tendo em vista que, nos últimos tempos, eles vêm apresentando baixas taxas de crescimento em conjunto com saldos negativos na balança comercial (UNCTAD, 1999). Estes últimos teriam sido provocados pela redução nos termos de troca, o que diminui o poder de compra das exportações, e pela veloz liberalização financeira e comercial. O principal problema da liberalização comercial, segundo este enfoque, é que ela não se deu em um contexto de negociações multilaterais, mas acoplada a programas de estabilização e reformas.

---

<sup>55</sup> As bases teóricas para essa interpretação já podiam ser encontradas em Kregel (1993).

Sendo assim, segundo a hipótese da fragilidade financeira interna, o problema todo para os países em desenvolvimento estaria na transformação da fragilidade financeira em instabilidade. Essa transformação teria duas origens: a tendência natural dos mercados a incrementar a fragilidade financeira (processo do tipo Minsky) e os choques externos, definidos pela necessidade de elevar as taxas de juros ou pela desvalorização cambial (Kregel, 1998). Desta maneira, o diagnóstico oficial de que as crises, tanto as financeiras como as de balanço de pagamentos, seriam originadas por empréstimos excessivos da autoridade monetária e por problemas de informações assimétricas, presente na perspectiva de órgãos como o FMI, não faria sentido. Muito menos ainda a proposta de política ortodoxa de elevar os juros internos para estabilizar o câmbio, pelas razões expostas. Ao contrário, para combater essa situação, as propostas de política seriam a atuação da autoridade monetária como provedora de liquidez, quando necessário, e o estabelecimento de restrições ao endividamento em moeda estrangeira.

Três ressalvas podem ser feitas a essa perspectiva. Inicialmente, no que se refere à teoria de Minsky, sua pretensão de explicar o ciclo através da fragilidade financeira endógena ao sistema esbarra em sua incapacidade de endogeneizar as causas da reversão cíclica<sup>56</sup>. O ciclo em Minsky só ocorre porque a autoridade monetária não se prontifica a sancionar o aumento da demanda por crédito na fase de prosperidade, e no momento em que a preferência pela liquidez dos bancos aumenta, o que eleva as taxas de juros, e inicia o processo de recessão econômica. Mas, este fato não é decorrente, em si, dos efeitos da prosperidade e da fragilidade financeira, não podendo, portanto, ser tratado como endógeno. Em segundo lugar, os problemas nas contas externas não parecem ser fruto da velocidade com que foram implementadas as liberalizações financeira e comercial, mas muito mais como decorrência da própria natureza dessas liberalizações. Por último, acreditar que o problema da abertura comercial reside no fato de sua implementação não ser multilateral significa crer que, se ela fosse implementada por todos, valeriam todas as conclusões do modelo H-O-S, ou seja, se deixados funcionar livremente, os mercados garantiriam não só a melhor alocação dos recursos, mas melhores perspectivas para o crescimento econômico. Incontestavelmente, a implementação da abertura comercial unilateralmente, principalmente pelos países em

---

<sup>56</sup> Neste ponto, a crítica formulada por Dymiski (1988) parece ser precisa.

desenvolvimento, tende a agravar a situação destes, mas esta constatação não invalida a ressalva feita.

Apesar disso, deve-se reconhecer o avanço nas propostas de políticas para o desenvolvimento como feitas, por exemplo, em UNCTAD (1999). Ali, além da reforma sistêmica que reduza a assimetria no sistema internacional, propõe-se a estratégia de promoção de exportações, mas com redução dos gastos em importações, sobretudo com limitações à liberalização comercial, e a regulação dos fluxos de capital externo.

#### 1.4.3- Fragilidade e vulnerabilidade externas

A hipótese da fragilidade financeira, ao invés de um desdobramento de posturas de financiamento dos passivos de agentes específicos, pode ser entendida levando-se em conta a capacidade de pagamento dos compromissos de uma economia específica como um todo, isto é, a possibilidade de obtenção de receitas<sup>57</sup> que permitam a um determinado país pagar os seus haveres externos.

A partir disso, é possível definir a fragilidade financeira externa de uma economia a partir da dependência extrema que ela tem em relação aos capitais externos em um mundo de forte instabilidade do sistema financeiro. Por outro lado, a vulnerabilidade externa de uma economia seria dada pela baixa capacidade de resistência dessa economia nacional frente a choques externos decorrentes, inclusive, da própria fragilidade externa dessa economia. A vulnerabilidade externa possui duas dimensões, uma relacionada às opções de resposta que a economia nacional pode ter com seus instrumentos de política, e outra ligada aos custos do enfrentamento (ajuste) em virtude dos choques externos<sup>58</sup>. Quanto maior a primeira dimensão e menor a segunda, menor será também o grau de vulnerabilidade externa dessa economia.

Pode-se perceber que fragilidade financeira e vulnerabilidade externas são conceitos interligados. A fragilidade financeira externa é dada pela dependência frente aos capitais externos, em um contexto em que estes se deslocam entre os distintos mercados nacionais, de acordo com sua lógica especulativa. Portanto, a fragilidade financeira é fruto de uma opção de política nacional que adota uma estratégia de desenvolvimento calcada na liberalização financeira externa, em complemento à

<sup>57</sup> Em países em desenvolvimento, essas receitas são geralmente provenientes de saldos na balança comercial, uma vez que, por não serem exportadores líquidos de capital, costumam apresentar saldos negativos também na conta de serviços.

<sup>58</sup> Gonçalves et al. (1998: 157).



abertura comercial, conforme o receituário e os preceitos da visão ortodoxa. A vulnerabilidade externa, por seu turno, é muito mais uma consequência dessa opção de política, já que ela é dada pelo grau (capacidade) que uma determinada economia tem de responder aos choques externos, isto é, a mudanças abruptas na direção do fluxo de capitais externos. Em termos sucintos, pode-se afirmar que a vulnerabilidade externa é uma consequência da fragilidade financeira externa, uma vez que esta provém de uma opção de política pela abertura externa, dado o contexto de instabilidade do mercado financeiro internacional e a natureza dependente das economias periféricas, enquanto que a primeira denota a baixa resistência da economia a uma forte saída de capitais externos, por exemplo.

A relação estreita entre esses dois conceitos, entretanto, não permite tratá-los como sinônimos. Paula e Alves (1999), por exemplo, partem de um conceito de fragilidade financeira, procurando estender a idéia original de Minsky, como sendo a incapacidade de uma economia enfrentar choques nas condições de financiamento, sem que haja uma desarticulação generalizada dos fluxos de pagamentos de uma determinada economia. Dessa forma, o conceito de fragilidade financeira em economias abertas deve incluir a observação da taxa de câmbio, não só corrente, mas o comportamento de seu valor nos mercados futuros, o que de certa forma era a proposta de Kregel (1998). Sendo assim, a fragilidade financeira externa de uma economia seria dada pelo grau de vulnerabilidade de uma economia às mudanças nas condições de financiamento oriundas de alterações nas taxas externas de juros ou na taxa de câmbio (Paula e Alves, 1999: 78).

Este tratamento indiferenciado dos dois conceitos<sup>59</sup> leva à redução das duas dimensões (fragilidade e vulnerabilidade) do problema fundamental das contas externas de uma economia a apenas um (capacidade de honrar compromissos financeiros). Antes de ser um mero detalhe de preciosismo conceitual, a diferenciação dessas duas dimensões é crucial para entender que a fragilidade financeira externa (acréscimo na dependência de capital externo em contexto de instabilidade do sistema financeiro internacional) é resultado de uma opção nacional de política pela liberalização externa, por mais que esta opção seja imposta institucional e ideologicamente, enquanto que a

---

<sup>59</sup> Pryor e Sulcove (1995: 529) fazem algo similar, quando afirmam que "...fragilidade financeira indica a vulnerabilidade de um sistema à volatilidade e a outros tipos de instabilidade financeira", embora eles reconheçam que a discussão sobre a fragilidade seja normalmente feita em termos microeconômicos (posturas financeiras), enquanto que a análise de seus efeitos – no caso específico, a vulnerabilidade – deva ser macroeconômica.

elevação da vulnerabilidade (redução da capacidade de resistência a choques externos) nada mais é do que uma consequência dessa opção.

O importante é que a perspectiva da fragilidade financeira e vulnerabilidade externas percebe que a redução da autonomia de política nacional não está tão ligada à escolha de regime cambial, mas à opção de liberalização financeira externa e abertura comercial, como descrito anteriormente<sup>60</sup>. Assim, a liberalização financeira externa e a abertura comercial provocariam uma elevação do *grau* de fragilidade externa e, por consequência, da vulnerabilidade também. Isto originaria dois efeitos.

Em primeiro lugar, produziriam um regime de baixas taxas de crescimento, em função da restrição externa ao crescimento<sup>61</sup> e da necessidade de manutenção de altas taxas de juros internas como forma de atrair os capitais externos. Essa restrição externa é dada pelos problemas no balanço de pagamentos originados dos déficits crônicos em conta corrente que necessitam de financiamento, ao mesmo tempo em que o passivo externo da economia vai aumentando. De fato, esse financiamento implica na elevação da dívida e do passivo externos o que, em um segundo momento, leva a maiores pagamentos do serviço da dívida e repatriamento de lucros e dividendos do capital externo que ingressou. Como afirmam Medeiros e Serrano (1999: 141-142), “dessa forma amplia-se ainda mais o descompasso entre a enorme massa de passivos em moeda estrangeira e as reais possibilidades de crescimento da capacidade de pagamento do serviço gerado por estes passivos, que inevitavelmente requer a rápida expansão do valor em dólar das exportações”.

Em segundo lugar, a liberalização financeira externa e a abertura comercial aumentariam a possibilidade de ocorrência de crises financeiras e/ou cambiais. Essas crises seriam provocadas pela reversão das expectativas (credibilidade) por causa justamente do aumento da vulnerabilidade externa da economia. Esta última seria sinalizada pela valorização cambial e pelos crescentes déficits externo e público

<sup>60</sup> “A alegação de que a mera flutuação cambial já constitui proteção suficiente não tem fundamento. Em momentos de turbulência interna e externa, a ausência de controles resultaria em pressões cambiais maiores e mais difíceis de administrar” (Batista Jr., 2000: 368).

<sup>61</sup> Sobre o conceito original de restrição externa do balanço de pagamentos ao crescimento ver Thirlwall (1997), Thirlwall (1979) e McCombie e Thirlwall (1994). Rigorosamente, a restrição externa analisada por esse tipo de modelos é referente à balança comercial, pois propugna que, quanto maior for a elasticidade-renda da demanda por importações, menor será a taxa de crescimento para equilibrar as contas externas. Jayme Jr. (2001) procura estender essa idéia, mantendo o argumento original, para a situação em que o fluxo líquido de capitais financie o déficit comercial. Barbosa Filho (2002), por sua vez, inclui em seu modelo de restrição externa, com desequilíbrio na balança comercial, os efeitos do pagamento de juros e a dinâmica (estabilidade ou não) do endividamento externo. Mesmo assim, a questão da remessa de lucros e dividendos, como consequência da entrada do capital externo, parece continuar em aberto.

(Gonçalves, 1999a). Até aqui, a explicação das crises cambiais e/ou financeiras não segue muito além daquela proposta pela visão crítico-conjuntural. Contudo, esta última se limita a constatar a sobrevalorização cambial e, portanto, sua proposta de política resume-se a corrigir este desajuste conjuntural. Já a hipótese da fragilidade e vulnerabilidade externas percebe a crônica vulnerabilidade das economias como fruto dos processos de liberalização cambial, financeira e comercial, sendo portanto estas as causas básicas dessas crises.

A reversão das expectativas, que leva à fuga de capitais externos, e até daqueles de propriedade de residentes, uma vez que a liberalização financeira possibilita também o acesso a ativos externos por parte de residentes, não é um elemento exógeno ou auto-referenciado. Ao contrário, “a *vulnerabilidade* de países receptores, com elevados déficits em conta corrente e taxas de câmbio atrasadas, torna-se crescente perante credores externos que, dada a elevada exposição ou montante de ativos financeiros que têm na região [América Latina], reagem com maior sensibilidade diante de qualquer ‘má notícia’.” (Ffrench-Davis, 1997: 27 – o itálico não é original).

A instabilidade do sistema financeiro internacional, que intensifica a fragilidade financeira externa, influi negativamente sobre o crescimento e o desenvolvimento (Akyüz, 1991b: 285), tendo em vista os seus efeitos sobre a restrição externa (déficits em transações correntes e endividamento externo) e o componente investimento da demanda agregada (altas taxas de juros). Além disso, a liberalização financeira externa, em conjunto com a abertura comercial, “pode dar lugar a uma importante redistribuição de rendas e de riqueza” (Akyüz, 1991a: 290), na medida em que o incremento das taxas reais de juros costuma vir acompanhado de reduções dos salários reais. Este último efeito se origina da necessidade de manter custos de produção domésticos competitivos internacionalmente, dadas as defasagens cambiais, e/ou da implementação de reformas neoliberais no mercado de trabalho, como forma de “flexibilizar” a legislação e as relações trabalhistas.

Segundo esta abordagem, a estratégia de abertura externa, composta pela abertura comercial e pela liberalização financeira externa, seria a responsável pela restrição externa ao crescimento e pelas crises de balanço de pagamentos, resultado agravado pela utilização de âncoras cambiais nos programas de estabilização. Em síntese, “a liberalização comercial e financeira proposta a todos e aceita com entusiasmo pelas elites locais leva ao resultado paradoxal de que a multiplicação de fontes e formas de financiamento externo, em vez de afrouxar a restrição externa ao crescimento, acaba

por provocar forte expansão dos passivos externos brutos (e depois líquidos), movida primordialmente não pelas necessidades de financiamento das importações necessárias ao desenvolvimento, mas sim por ganhos de especulação e arbitragem financeira possibilitados por políticas de sustentação de diferenciais excessivos de juros externos e internos associados a taxas de câmbio completamente descoladas das condições de competitividade” (Medeiros e Serrano, 1999: 149).

Em contraposição total ao discurso de que não existe alternativa, pois a abertura externa seria uma necessidade dos novos tempos, esta abordagem propõe uma outra forma de inserção externa, até porque a abertura externa também é uma opção de política nacional, ainda que não seja vendida dessa forma. Além das medidas propostas na hipótese de fragilidade financeira interna, a perspectiva da fragilidade financeira e vulnerabilidade externas propõe a implementação de uma opção nacional de desenvolvimento distinta.

Apesar dos processos de desregulamentação e liberalização financeiras levarem à exacerbação dessa vulnerabilidade externa, e da perda de autonomia das políticas nacionais, ainda existiria espaço para a atuação da política econômica e para uma opção nacional. Para isso, seria necessário escapar da armadilha cambial imposta por programas de estabilização com âncoras no câmbio, com o propósito de libertar-se da trilogia impossível, implementar formas de controle cambial, seja no volume de capital, tipo do mesmo, ou no tempo de permanência, restringindo a liberalização da conta de capital, e reduzir o grau de liberalização financeira externa e da abertura comercial; esta última pelo menos no sentido de liberalização irrestrita das importações.

## CAPÍTULO 2

### EXPERIÊNCIAS INTERNACIONAIS DE ABERTURA E INSERÇÃO EXTERNA

Entre o discurso que defende a estratégia de abertura e a prática efetiva das principais economias não se pode fazer uma derivação direta. Ao contrário, as principais economias do mundo não apresentam conformidade direta entre discurso e prática. É justamente dessa incongruência que trata a primeira parte deste capítulo.

Em seguida, na segunda e terceira partes, respectivamente, são analisadas a experiência de inserção internacional dos países asiáticos, nas duas últimas décadas, e os principais experimentos neoliberais na América Latina nos anos 70 e 90. Procura-se, em primeiro lugar, diferenciar a inserção externa ativa dos países asiáticos da inserção passiva que caracteriza as experiências na América Latina desde os anos 70 e, em segundo lugar, comprovar o pioneirismo desta última região na implementação das políticas neoliberais.

#### 2.1-ABERTURA EXTERNA E REFORMAS DE MERCADO NOS PAÍSES CENTRAIS: DISCURSO E PRÁTICA

As reformas de mercado passaram a ter afirmação ideológica concreta a partir dos governos de Thatcher na Inglaterra e Reagan nos EUA, na virada da década de 70 para a de 80. Entretanto, no que se refere à desregulamentação financeira do sistema americano, este processo teve início no final dos anos 60.

A construção da estrutura institucional do sistema financeiro americano, no início dos anos 30, se deu como uma reação à grande crise que se estabeleceu nos mercados financeiros àquela época<sup>1</sup>. A regulação do sistema financeiro se dá com base no *Glass-Steagall Act* (1933) e no *Securities Exchange Act* (1934) e tem como princípios fundantes dessa estruturação as restrições à competição entre instituições financeiras e a proteção estatal, incluindo um sistema de seguro de depósitos, e mecanismos de supervisão. A restrição à concorrência entre as instituições, tanto em seus ativos como em seus passivos, criou uma estrutura segmentada para o sistema.

---

<sup>1</sup> Para uma análise detalhada da estruturação do sistema financeiro americano nos anos 30, veja-se Cintra (1998).

Além disso, cresceu o papel da autoridade monetária na regulamentação e supervisão das instituições financeiras. “Esse arcabouço institucional, montado nos anos 30, operou de forma notável no imediato pós-guerra ... a liquidez das instituições financeiras, o baixo nível do endividamento privado e o seguro de depósito mantiveram as taxas de juros em níveis baixos e estáveis. Nesse contexto, as incertezas sobre os custos de captação das instituições de depósito foram reduzidas, e facilitou-se a expansão dos empréstimos a taxas de juros fixas” (Cintra, 1998: 181).

Entretanto, em meados dos anos 60, o crescimento da inflação e dos juros, associado aos mecanismos de restrições à concorrência, provocou uma limitação na capacidade adaptativa dos bancos e, conseqüentemente, uma instabilidade no sistema. O próprio mercado se encarregou de criar (inovar em) algumas formas de escape ao marco regulatório existente. O estabelecimento de tetos nas taxas de juros, por exemplo, desencadeou a desintermediação financeira na medida em que os bancos tiveram seus recursos transferidos para os mercados monetários. Outro exemplo importante diz respeito à criação de certificados de depósitos negociáveis no euromercado. Com isto, os clientes da matriz americana contornaram as restrições do mercado doméstico, uma vez que as alternativas de aplicações oferecidas pelas filiais no exterior eram muito maiores.

A capacidade inovativa das instituições, com a criação de novos produtos financeiros, a volatilidade das taxas de juros americanas, a crise do endividamento, que reduziu a lucratividade do setor bancário, e o desenvolvimento tecnológico que permite acesso mais rápido e barato à informação, são normalmente apontados como as razões do processo de desregulamentação do sistema financeiro americano<sup>2</sup>. Esse processo provocou alterações profundas no sistema<sup>3</sup>, de forma que foi diluída a especialização das instituições por tipo de serviço (segmentação), a dinâmica dos mercados passou a ser ditada pelo processo de securitização e pelos mecanismos de transferência de risco, estabeleceu-se uma extrema flexibilidade nos prazos e nas taxas de remuneração, e “após 1982, modificou-se o papel dos bancos e aumentou-se a importância dos intermediários financeiros não-bancários nos processos de gestão da riqueza, de criação

<sup>2</sup> “O início do processo de desregulamentação, ou mais propriamente, de uma nova regulamentação (ou re-regulamentação) iniciou-se nos anos setenta e intensificou-se na década de 80 nos EUA, desencadeado devido à pressão de vários grupos de interesse perfeitamente representados nas administrações do presidente Reagan, mas, sobretudo, pelas condições macroeconômicas vigentes e por inovações financeiras...” (Lima, 1997: 21).

<sup>3</sup> Lima (1997: 245-247) sintetiza as principais alterações entre 1972 e 1990.

de crédito, e de monitoramento dos meios de pagamento na economia americana” (Cintra, 1998: 188).

A liberalização financeira externa que, no caso americano, impulsionou a internacionalização do mercado financeiro mundial, foi estimulada por excedentes em dólares gerados pelo déficit do balanço de pagamentos americano, em específico, nas transações correntes. A formação do euromercado, nos anos 60, além das restrições impostas na conta de capital pelo governo dos EUA, já havia sido impulsionada pelos desequilíbrios externos americanos. Agora, além do déficit externo, o crescimento da dívida pública e da necessidade de seu financiamento desencadearam a liberalização financeira e sua internacionalização. O crescimento da dívida pública, que se dá muito por conta do grande diferencial entre as taxas de juros e as de crescimento econômico, provocou a necessidade de financiamento externo em forma de compra de títulos públicos nacionais, isto é, a liberalização financeira externa<sup>4</sup>. Embora este encadeamento déficit público – globalização financeira tenha começado nos EUA, consubstanciado pelos déficits gêmeos a partir dos anos 80, outros países centrais também utilizaram a liberalização financeira externa como forma de financiar as contas públicas. A tabela 1 mostra o brutal crescimento da dívida pública entre 1980 e 1992, enquanto que a tabela 2 apresenta o crescimento do percentual dessa dívida detido por não-residentes, o que comprova tanto a elevação da dívida pública quanto o seu financiamento pela compra de títulos por parte de não-residentes.

Tabela 1 – Estoque de dívida pública para títulos acima de 1 ano (US\$ bilhões)

País \ Ano	1980	1993	Taxa de crescimento (%) entre 80 e 93
EUA	132,4	544,7	311,4
Japão	61,6	461,5	649,19
Alemanha	11,5	97	743,48
França	9,3	63,7	548,95
Itália	15,3	97,8	539,22
Grã-Bretanha	34,9	87,3	150,14

Fonte: Lima (1997: 165), com dados do IMF – International Capital Markets – set. 1994.

<sup>4</sup> Ao contrário do discurso liberal que prega o caráter natural do desenvolvimento dos mercados, “é desse modo que, no início, as autoridades públicas liberalizaram e modernizaram os sistemas financeiros para satisfazer suas próprias necessidades de financiamento” (Plihon, 1999: 108).

Tabela 2 – Percentual de títulos da dívida pública detida por estrangeiros

Ano\País	EUA	Japão	Alemanha	França	Itália	Reino Unido*
1979	18,5	2,3	5,0	0,0	1,2	15,0
1992	20,4	5,6	25,9	31,8	6,1	27,7

\*1985 e 1991 respectivamente.

Fonte: Plihon (1999: 108).

O processo de desregulamentação financeira dos mercados domésticos foi implementado em outros países. Na Grã-Bretanha, em outubro de 1986, foram alteradas as regulamentações do mercado de ações através do *Financial Services Act* (FSA). As principais alterações foram a abolição das taxas de comissões fixas, o fim da separação entre *brokers* e *dealers*<sup>5</sup>, e a eliminação da restrição feita às empresas estrangeiras ou com mais de 29,9% de capital estrangeiro de participarem como membros do *London Stock Exchange* (LSE). A França, por sua vez, iniciou o seu processo de reformas nos anos oitenta começando pelo setor financeiro, sendo que “em 1989, a França removeu os controles existentes sobre o câmbio e consequentemente abriu o caminho para a liberalização do comércio intra – CEE com serviços financeiros” (Langhammer, 1993: 180).

Este processo na Alemanha parece apontar para a constituição de uma *Finanzplatz*, além de se apresentar como o centro financeiro da Comunidade Econômica Européia. Isso se deve à desregulamentação financeira que se dá desde meados da década de 80. As instituições financeiras alemãs, como aponta Nassuno (1998), têm como características a universalização de suas atividades, como decorrência do acirramento da concorrência, e a internacionalização do sistema financeiro alemão. Essa inserção internacional se deve tanto ao movimento autônomo das instituições financeiras como a adequação do sistema doméstico às tendências internacionais.

A alteração da regulamentação doméstica do sistema financeiro alemão incluiu a liberalização dos movimentos de capitais com o exterior. No imediato pós-guerra, o controle sobre a movimentação de capitais se dava por conta da insuficiência de reservas, sendo que a exportação de capitais pelos investidores domésticos era proibida. Já na primeira metade dos anos 50, a liberação da exportação de capitais se deu após a

<sup>5</sup> *Brokers* designam a pessoa física ou jurídica que recebe comissão por intermediar compra/venda de títulos, enquanto *dealers* são os agentes que assumem risco da transação de compra/venda, adicionando uma margem ao preço do papel por isso.



obtenção de superávits no balanço de pagamentos, o aumento das reservas e a regularização da dívida externa<sup>6</sup>. Na década de 80, os controles sobre importação de capital foram sendo abolidos, completando um processo que se iniciou nos anos 70<sup>7</sup>. As mudanças no sistema financeiro alemão se traduziram na predominância de bancos universais, seja pela diversificação de produtos e constituição de conglomerados financeiros pelos bancos universais, seja pela ampliação das atividades dos bancos especializados, e na elevação da aplicação em portfolio no exterior durante a década de 80. A partir desse momento, a Alemanha se transformou em exportadora de capital de portfolio.

Levando tudo isso em consideração, pode-se afirmar que o processo de desregulamentação financeira, iniciado nos EUA, foi implementado por outros países centrais e que o seu desdobramento em processo de internacionalização, também capitaneado pelos EUA, tem no crescimento da dívida pública e do seu financiamento pelas transações internacionais de títulos públicos a principal característica dos processos de liberalização financeira externa.

É mais no campo comercial do que no financeiro que o paradoxo entre o discurso neoliberal e a prática política se apresenta. Apesar do discurso propagado pró-abertura comercial tanto no âmbito regional como supranacional, o protecionismo comercial americano e europeu são bastante conhecidos. Embora o comércio exterior (exportações mais importações) como proporção do seu PIB tenha crescido nos EUA, passando de 6,1% em 1950 para 8,3% em 1970, 10,1% em 1980, 14,4% em 1990 e 20% em 2000, a política comercial americana tem uma característica muito mais pragmática e protecionista do que de abertura<sup>8</sup>.

As barreiras não-tarifárias, sua principal característica, superaram as tarifas como forma dominante de protecionismo nos anos 70 e 80. Nos anos 90, até mesmo as barreiras tarifárias funcionaram como forma de proteção; o intervalo tarifário saltou de

---

<sup>6</sup> “Nesse processo ocorreu entrada e saída de capitais: bancos estrangeiros ingressaram e bancos alemães se internacionalizaram, títulos em marco foram emitidos no exterior e dinamizaram o mercado de capitais. Contudo, o governo, em nenhum momento, descartou sua prerrogativa de controlar riscos e minimizar fatores desequilibradores de suas variáveis macroeconômicas” (Braga, 1999: 217).

<sup>7</sup> Saliente-se que, mesmo para países centrais, a liberalização financeira não se processa sem conseqüências. Eichengreen (2000: 185) lembra que a crise cambial na Europa em 1992-1993 se manifestou por forte alargamento das bandas cambiais, após a eliminação dos controles de capital.

<sup>8</sup> Como destacaram Lipset e Hayes (1995), a política comercial americana nos anos 70 e 80 se caracterizou pela divergência ou convergência com os princípios do livre comércio, de acordo com seus interesses momentâneos, a auto-suficiência econômica nacional (que não pode ser confundida com autarquia), e as regiões com que o país possui ou não acordos de preferência. É essa flexibilidade e validade de acordo com o país e/ou região que fornece pragmatismo à política comercial americana. De neoliberal ela só parece se vestir no discurso.

0 – 72% em 1992 para 0 – 188% em 1996, demonstrando o recrudescimento do protecionismo americano (Serra, 1998: 21), muito embora a tarifa média ponderada de todas as importações nos EUA tenha passado de 3,3% em 1992 para 2% em 1998 e 1,8% em 1999 (Baumann e Franco, 2001: 15-17). Mas, são, de fato, as barreiras não-tarifárias que mais estão presentes na política comercial americana.

As barreiras externas impostas pelos EUA se traduzem em quotas tarifárias que são aplicadas contra importações de produtos alimentícios (para valores acima das quotas são aplicadas tarifas elevadas e, em alguns casos, proibitivas), em dificuldades para acessar o mercado de compras governamentais, por conta do *Buy American Act* (que proíbe a aquisição de bens e serviços de fornecedores e impõe requisitos de fabricação local), em normas e regulamentações extremamente complexas, que não os padrões estabelecidos internacionalmente, e possui 3 níveis de regulamentos diferentes (federal, estadual e local), em processos antidumping e anti-subsídios<sup>9</sup>, em barreiras fitossanitárias e cláusulas sociais e/ou ambientais, em procedimentos e direitos compensatórios e na utilização indiscriminada do critério da “melhor informação disponível”. Vale salientar que existem limites para investimentos estrangeiros em áreas como telecomunicações (20-25% do capital das empresas) e companhias aéreas (49% do capital das empresas), sendo que uma emenda de 1988 possibilita ao presidente suspender qualquer operação de investimento estrangeiro que se julgue “lesiva à segurança nacional” (Serra, 1998: 25)<sup>10</sup>.

Em relação às exportações brasileiras não é diferente. Baumann e Franco (2001: 16) atestam que “...permanece em vigor a cobrança de direitos compensatórios nas importações de diversos produtos brasileiros, e picos tarifários afetam diversos produtos importantes para o Brasil, como suco de laranja, calçados e têxteis (a tarifa ou o equivalente tarifário médio imposto pelos EUA nos 15 principais produtos de exportação brasileiros atingem 46%, enquanto o nível tarifário médio imposto pelo Brasil nos 15 produtos de exportação mais importantes dos EUA é de apenas 14%)”.

Na União Européia, além da forte incidência de tarifas sobre importações de produtos alimentícios e agrícolas estabelecidas pela PAC (Política Agrícola Comum) – produtos que ainda possuem fortes subsídios em suas produções domésticas –, existe tratamento preferencial para vários produtos e regiões (café colombiano e suco de

<sup>9</sup> Os EUA são o único país no mundo que contabiliza supostos subsídios implícitos na privatização de empresas estatais como forma de dumping.

<sup>10</sup> São feitas análises minuciosas das barreiras externas para os produtos exportados para os EUA, inclusive para exportações de origem brasileira, em Serra (1998) e Fernandes e Rios (1999).

laranja do mediterrâneo, por exemplo), e a estrutura de proteção revela forte progressividade, isto é, existe elevada proteção efetiva para produtos de maior valor agregado. Dentre as barreiras não-tarifárias, além de quotas, destacam-se as exigências de etiquetagem para identificar possibilidades de reutilização e reciclagem de embalagens, que acabam elevando custos, os processos anti-dumping e anti-subsídios<sup>11</sup>, e os mecanismos de importação não-automática e do Sistema Geral de Preferências (SGP). Através do primeiro mecanismo, as importações que estão sujeitas a restrições quantitativas, medidas de salvaguarda ou monitoramento não usufruem da licença automática. Já o SGP estabelece um esquema de retirada de benefícios para certos países considerados competitivos em determinados produtos. Este mecanismo é o que dá o caráter individualizado (por país) à política comercial europeia.

A discrepância entre o discurso e a prática nos países centrais não se restringe ao aspecto comercial. De fato, “é de se destacar, igualmente, que a adesão dos Estados Unidos ao neoliberalismo restringiu-se ao terreno do discurso pois, na prática, a potência hegemônica adotou, de início, um *keynesianismo bélico* clássico, sucedido por investimentos e reestruturação industrial e atração de capitais estrangeiros...” (Tavares e Melin, 1997: 74). De fato, a *Reaganomics* se caracterizou nos EUA pelo elevado gasto público (principalmente bélico), sendo que a liberalização financeira externa se tornou necessária para financiar os déficit gêmeos (em transações correntes e a dívida pública). Em que pese toda a aversão neoliberal à presença do Estado, a dívida pública cresceu substancialmente em todos os países centrais, como atesta a tabela 3.

Mesmo as imposições do Tratado de Maastricht para a União Europeia referentes ao setor público não eram respeitadas até 1995. Segundo Plihon (1999: 103), impôs-se por aquele tratado que o déficit público dos países membros deveria ser inferior a 3% do PIB e a dívida pública não superaria os 60% do PIB. Entretanto, em 1995, os países da União Europeia apresentavam um déficit público de 4,5% do PIB e uma dívida pública correspondente a 70% do PIB.

No que tange à política industrial, Erber e Cassiolato (1997: 43-44) constataam que “a tão mencionada necessidade de retração completa do Estado no domínio industrial não encontra correspondência nas políticas efetivamente implementadas nos países mais avançados”.

---

<sup>11</sup> Contra produtos brasileiros, a incidência destes processos é maior nos EUA do que na União Europeia (Fernandes e Rios, 1999: 26).

Tabela 3 - Estoque de dívida pública em US\$ bilhões – EUA e OCDE (1980-1994)

Ano	EUA (1)	EUA (% do PIB)	OCDE* (2)	(1) / (2)
1980	738	27,2	2159	34,2
1981	825	27,2	2188	37,7
1982	988	31,4	2505	39,4
1983	1174	34,5	2840	41,3
1984	1373	36,5	3058	44,9
1985	1598	39,6	3962	40,3
1986	1813	42,5	4995	36,3
1987	1954	43,0	5950	32,8
1988	2097	42,8	6108	34,3
1989	2244	42,7	6254	35,9
1990	2548	46,1	7411	34,4
1991	2845	49,7	8123	35,0
1992	3142	52,0	8752	35,9
1993	3382	53,3	-	-
1994	3542	52,6	-	-

\*inclui EUA, Japão, Alemanha, França, Itália, Grã-Bretanha, Canadá, Espanha, Holanda, Austrália, Suíça, Suécia e Bélgica.

Fonte: Cintra, M.A.M. (1998: 217).

Essa discrepância entre o discurso e a prática dos países centrais não se fez sentir em outras áreas das reformas de mercado. Na Grã-Bretanha do período Thatcher, abandonou-se o controle de salários e preços, foram eliminadas as restrições ao crédito, os serviços foram liberalizados, a reforma financeira (*Big Bang*) removeu as restrições ao setor, e ocorreram substanciais privatizações e reformas trabalhistas e sociais. Os efeitos foram uma grande redistribuição pró-rendas de propriedade, a redução do poder dos sindicatos e dos serviços públicos, e a elevação da pobreza (Calvet, 1994). Nos EUA, as consequências da *Reaganomics* foram sentidas sobretudo nas reformas fiscais de caráter regressivo, com a queda da pressão fiscal sobre as maiores rendas, a redução da pressão fiscal sobre as empresas e o corte de programas de assistência social e de seguro desemprego. Calvet (1994: 250) estima que os 15% mais pobres nos EUA pioraram sua situação econômico-social em torno de 10% durante os anos 80.

Na França, a desregulamentação dos anos 80, que começou pelo setor financeiro, reverteu o programa de nacionalização dos anos 70, através de consideráveis processos de privatização e reprivatização, abandonou todos os controles de preços em vigor desde 1945. Foi no segundo mandato de Mitterand (iniciado em 1988) que a disciplina monetária e a abertura de mercado (intra-CEE) foram implementadas como forma de engajamento na União Européia.

As reformas de mercado atingiram também a Alemanha, onde a *Economia Social de Mercado* aderiu ao princípio do mercado aberto, complementado por políticas redistributivas de taxaço de renda, e se comprometeu com as imposiçoes bastante restritivas na política econômica para adequar-se à União Européia. Aliás, o estabelecimento do euro e da união monetária exigiram políticas contracionistas, disciplina fiscal e restrição creditícia, que provocaram redução do crescimento europeu na década de 90<sup>12</sup>.

Em que pesem as reformas liberais para o mercado doméstico (e regional no caso da União Européia e do NAFTA), as estratégias práticas de abertura externa nos países centrais estão muito distantes do discurso propalado, assim como a presença do Estado na economia, tanto que o grande crescimento da dívida pública desses países teve um papel importante na abertura e internacionalização financeiras.

## 2.2- A OPÇÃO DE INSERÇÃO INTERNACIONAL DOS PAÍSES ASIÁTICOS

A inserção internacional dos países asiáticos tem se caracterizado pelo papel ativo que o Estado apresenta na condução do programa econômico de cada país. Isso é perceptível desde a época em que o Japão, a partir de uma situação econômica de grande atraso, conseguiu tornar-se uma das potências mundiais já no início da Primeira Guerra Mundial. “Para tanto, era condição necessária dotar o país não só de um exército nacional e de instituições modernas, mas também de uma indústria capaz de, sob o controle de capitais nacionais, garantir o fornecimento dos meios necessários ao enfrentamento tanto dos exércitos ocidentais quanto dos países vizinhos” (Torres Filho, 1999: 223).

Já em sua reinserção internacional pós-guerras, o Japão conseguiu um verdadeiro milagre econômico. Entre 1953 e 1973, a taxa de crescimento média foi de 10% ao ano. Segundo Torres Filho (1999: 225), o país logrou este resultado em menos de 15 anos, com uma política comercial protecionista, avesso ao capital estrangeiro e com forte intervenção estatal.

<sup>12</sup> A taxa de crescimento na Alemanha passa de 5,7% em 1990 para 2,0% em 1997, enquanto na França ela cai de 2,5% em 1990 para 1,6% em 1996 (Huerta, 2000: 139). Por sua vez, a taxa de desemprego nos países da União Européia passa de 3,7% da PEA no período 1970-79 para 8,8% em 1980-89 e 9,5% em 1990-95 (Plihon: 1999: 102). Os efeitos sobre países periféricos da União Européia são ainda mais drásticos. Na Espanha, por exemplo, o déficit comercial foi multiplicado por 4 entre 1985 e 1989, chegando a impressionantes 7,3% do PIB (Seco, 1994: 136)!

Na Coreia do Sul ocorreu algo similar, quando o governo autoritário do general Park Chung Hee dirigiu o país em marcha forçada para a industrialização, através de sucessivos planos quinquenais, nos anos 60 e 70. A partir de meados dos anos 60, a taxa média anual de crescimento da Coreia foi de 9,5% (Coutinho, 1999: 353)<sup>13</sup>.

O sucesso de alguns países da região, em termos de crescimento econômico, há alguns anos atrás, também pode ser creditado a uma especificidade nas suas formas de inserção internacional. Medeiros (1997 e 1998) e Cunha (1998) defendem que a compreensão disso só é possível a partir da dinâmica regional de desenvolvimento que se apresentou na região.

Com o Acordo do Plaza, estabelecido pelo G7 em 1985, inaugura-se uma ofensiva comercial dos EUA para reverter seu déficit comercial estrutural com o Japão, e é consubstanciada uma forte valorização (*endaka*) do iene frente ao dólar. A pressão comercial americana, em conjunto com a perda de competitividade das exportações japonesas, define um processo de deslocamento produtivo regional em direção aos países do leste e sudeste asiático, primeiro para os 4 tigres (Coreia, Cingapura, Hong Kong e Taiwan) e depois para os países do ASEAN-4 (Tailândia, Indonésia, Malásia e Filipinas) e China<sup>14</sup>. Os países asiáticos tiveram uma inserção internacional com exportações de manufaturas de baixo valor unitário – com exceção dos tigres – e com recepção de elevados investimentos estrangeiros diretos, em particular vindos do Japão, que se aproveitaram do fato desses países não possuírem um câmbio tão apreciado frente ao dólar como o iene. Medeiros (1997: 303) ressalta que os dados mostrariam uma indução do desenvolvimento dos 4 tigres rumo ao ASEAN-4, no sentido de que “a aceleração do crescimento dos países do ASEAN-4 deveu-se ao *boom* das exportações e ao investimento, sobretudo sob a forma de investimento direto estrangeiro do Japão e demais ‘tigres’ ”.

A dinâmica regional asiática foi redefinida pelo deslocamento do capital produtivo japonês para os demais países da região, que se transformou em

<sup>13</sup> Coutinho (1999) faz uma interessante comparação da industrialização na Coreia e no Brasil, ressaltando suas especificidades e diferentes estratégias a partir dos anos 80.

<sup>14</sup> O caso específico da China não pode ser tratado da mesma maneira que os outros países, uma vez que as reformas pró-mercado não retiraram do planejamento econômico sua primazia na organização dos recursos econômicos: o mercado é instrumento auxiliar do planejamento. Em relação ao seu desempenho, “estratégias ativas de inserção internacional têm aumentado a capacidade da China de atrair investimento externo direto e de realizar a absorção de tecnologia com base em relações benefício-custo altamente favoráveis para o país” (Gonçalves, 2002: 146). Embora a forma preferencial de financiamento externo seja o investimento direto, ele é feito através de *joint ventures* com empresas estatais, e está subordinado às diretrizes do planejamento. Gonçalves (2002), Amin (2001) e Medeiros (1999) são boas referências para o caso chinês.

investimentos que combinam substituição de importações com promoção de exportações. Assim, ao mesmo tempo que esses países exportavam manufaturas baratas para EUA e Europa Ocidental, serviam como mercado para os bens de capital japoneses.

Essa forma de integração regional e a existência de mercados na OCDE para as exportações dos países asiáticos resultaram em consideráveis taxas de crescimento econômico. No período entre 1979-1988, período em que o deslocamento do investimento direto japonês se deu rumo aos 4 tigres, estes últimos apresentaram uma taxa média de crescimento de 7,9% ao ano, enquanto o mundo crescia a 3,4% e os países do ASEAN-4 (mais a China) cresciam a 5,8%. Já no período compreendido entre 1989 e 1996, quando a dinâmica regional de deslocamento de investimentos produtivos juntamente com crescimento de exportações se desloca para o ASEAN-4 e China, este último grupo cresce, em média, 7,8% ao ano, enquanto os tigres o fazem a 6,9% e o mundo a apenas 3,2%.

Mesmo com a insistência de liberais como Anne Krueger<sup>15</sup>, o sucesso dessa inserção internacional asiática, sob a dinâmica de uma economia de caráter regional, em nada se relaciona com os preceitos do *laissez-faire*. Medeiros (1997: 318) constata que “a influência positiva do Japão sobre o desenvolvimento capitalista asiático foi exercida mais como modelo para a ação estatal do que como mercado ou fonte de financiamento para o desenvolvimento econômico”. Coutinho (1999: 367), por sua vez, nota que, no caso coreano, “embora a retórica dos planos quinquenais [5º e 6º - 1982/86 e 1987/91 respectivamente] fosse de crescente liberalização e de ênfase no livre funcionamento dos mecanismos de mercado ... não resta dúvida de que o Estado continuou determinando os rumos e as prioridades do processo de desenvolvimento, embora delegasse um espaço bem maior para que o setor privado tomasse iniciativas e escolhesse alternativas, porém, dentro das diretrizes oficiais”.

Ao contrário do alardeado e esperado por liberais renitentes<sup>16</sup>, os problemas começaram a aparecer, talvez por mera “coincidência”, depois que os países asiáticos passaram a sofrer pressões pela abertura externa.

<sup>15</sup> Krueger (1993) teve a desfaçatez de creditar o sucesso asiático em sua inserção internacional às reformas liberalizantes empreendidas!

<sup>16</sup> Mais um ato de fé da senhora Krueger (1993: 28-29): “De qualquer forma, os países que atravessam programas sérios de reformas econômicas orientadas para o mercado, com o realinhamento genuíno para remover o viés às vendas no mercado doméstico, têm uma boa oportunidade no futuro da economia internacional”.

Já no início dos anos 80, principalmente por pressão americana, deu-se a liberalização do mercado financeiro japonês. A valorização do iene não corrigiu os desequilíbrios nas contas correntes dos EUA com o Japão, demonstrando o caráter estrutural da competitividade japonesa. Dessa forma, o acúmulo de recursos externos no Japão levou à eliminação gradual dos controles sobre movimentação de capitais, sob a forma de desregulamentação financeira e novos produtos financeiros, e, dado o caráter valorizado do iene, à internacionalização dos bancos e dos investimentos<sup>17</sup>.

Antes de sua flexibilização, o sistema financeiro japonês foi sempre muito restritivo ao capital internacional. Sua principal característica era a existência de vários subsistemas especializados em financiamento quase que exclusivo da atividade produtiva. Os controles sobre os fluxos de capitais se traduziam em restrições proibitivas às transações em moeda estrangeira; “ademais as divisas resultantes de superávits em transações correntes eram entregues ao governo, de modo que, na prática, não havia mercado de câmbio” (Levi, 1998: 296).

A flexibilização do sistema financeiro japonês nos anos 80, se deu com a desregulamentação interna (liberalização das taxas de juros para depósitos acima de 1 milhão de ienes com maturidade de no mínimo 3 meses; aumento do valor máximo de emissão de certificados de depósitos; desenvolvimento do mercado secundário de títulos públicos; desregulamentação do mercado doméstico de bônus privados; etc.) e a liberalização externa (ampliação do acesso das empresas a instrumentos de endividamento direto no exterior; criação em 1985 do mercado doméstico de bônus denominados em moeda estrangeira, emitidos por não-residentes, os chamados *shogun bonds*; permissão para bancos estrangeiros atuarem na recém aberta bolsa de futuros; início das operações no *Japan Offshore Market* em dezembro de 1986, passo decisivo para a abertura financeira para operações internacionais, etc.)<sup>18</sup>. Apesar dessa abertura do mercado financeiro japonês, trata-se de um processo lento e “as restrições para a entrada de instituições financeiras estrangeiras são ainda muito severas” (Lima, 1997: 28).

As medidas de liberalização financeira no resto da região se traduziram em desregulamentação das taxas de juros, reformas e privatizações nos sistemas bancários e

<sup>17</sup> “Graças à liberalização financeira, parte dos novos investimentos direcionou-se para o exterior, atraídos por expectativas de retorno substancialmente maiores que as encontradas no Japão e pela redução do preço em iene dos ativos denominados em moeda estrangeira, em decorrência da valorização cambial” (Torres Filho, 1999: 242).

<sup>18</sup> As medidas de desregulamentação e flexibilização do sistema financeiro japonês podem ser encontradas, de forma detalhada, em Levi (1998) e Lima (1997).



desregulamentação nos mercados cambiais, levando ao aumento no grau de abertura financeira dessas economias<sup>19</sup>. No caso específico da Coreia, Coutinho (1999) assinala que o governo implementou as reformas liberalizantes no período 1993-1996, especificamente nos mercados financeiros e, em segundo lugar, na conta de capital. No que se refere a esta última, o Banco Central afrouxou os controles, facilitando a tomada de empréstimos de curto prazo pelos bancos locais junto aos internacionais, o que redundou em novos empréstimos junto aos bancos domésticos, em crescimento da alavancagem e da fragilidade financeira dos grupos coreanos<sup>20</sup>.

Com isso, dados os preceitos liberais, estariam abertas as portas para a decolagem econômica da Ásia. Não foi bem isso que ocorreu.

Os problemas já aparecem no início da década de 90, quando ocorreu o estouro da bolha especulativa no Japão, com o endurecimento da política monetária operada pelo Banco do Japão (BoJ). O crescimento da especulação financeira levou à fragilidade financeira dos agentes (empresas e famílias) que, defrontados com a iliquidez decorrente da política do BoJ, desembocou em uma deflação de ativos. A crise financeira no Japão se traduziu em uma retração da economia japonesa, que dura até hoje, e só entre 1990 e 1997 fez com que o país crescesse em média míseros 1,5% ao ano (Torres Filho, 1999: 244).

Nos demais países da região os problemas vieram depois. A elevação do grau de abertura externa redundou em valorização de ativos e alavancagem especulativa de créditos, que provocaram o aumento da fragilidade financeira. Este processo, em conjunto com a adoção de regimes de câmbio (quase) fixo<sup>21</sup>, deflagrou a crise financeira e cambial do sudeste asiático.

A crise asiática de 1997 se configurou em ondas, de forma que, em primeiro lugar, ela atingiu a Tailândia, Filipinas e Malásia, em julho daquele ano; depois foram Taiwan e Hong Kong três meses depois; e, por último, Coreia e Indonésia em dezembro de 1997. Segundo Miranda (1998), as pressões baixistas no mercado de câmbio da Tailândia se iniciaram em maio de 1997, levando à saída de divisas e ao abandono do

<sup>19</sup> “A despeito de sua importância, a abertura financeira na Ásia não é comparável com a ocorrida na América Latina. A manutenção de políticas seletivas de crédito e as restrições às operações de não-residentes nos mercados financeiros nacionais ainda observadas em países como Coreia, Indonésia e Formosa não mais encontra paralelo no continente latino-americano” (Medeiros, 1998: 304 – nota 23).

<sup>20</sup> Painceira (2001) analisa a crise financeira da Coreia do Sul em 1997 a partir da hipótese de fragilidade-instabilidade financeira, reportando-se também às principais medidas de liberalização durante os anos 90.

<sup>21</sup> Este aspecto é muito ressaltado em Miranda (1998).

regime de câmbio fixo. A crise financeira realimentou a crise cambial, visto que a desvalorização do *baht* tailandês era inevitável. Logo depois a crise contagiou a região.

Tabela 4 – Conta corrente em % do PIB (1993-1996)

País\Ano	1993	1994	1995	1996
Japão	3,1	2,8	2,2	1,4
Hong Kong	7,0	1,6	-2,3	1,0
Coréia	0,1	-1,2	-2,0	-4,8
Indonésia	-1,8	-1,9	-1,8	-3,3
Malásia	-4,6	-5,9	-8,3	-5,2
Tailândia	-5,4	-5,6	-8,1	-8,0

Fonte: Cunha (1998: 324).

Os sinais da crise já eram visíveis antes com a elevação da fragilidade financeira interna e externa das economias ao longo dos anos 90. A tabela 4, por exemplo, apresenta a deterioração das contas externas de alguns países asiáticos. Deve-se notar que a sensível piora se dá justamente em países que entraram na primeira onda da crise (Malásia e Tailândia). É de ressaltar também o fato de que a conta de transações correntes da Coreia em 1993 passa de um superávit de 0,1% do seu PIB, para apresentar um déficit de 5% em relação ao PIB em 1997. A dívida externa, também como proporção do PIB, passou de 17,3% em 1993 para 22,9% em 1996 na Coreia, enquanto na Tailândia saiu de 41,7% em 1993 para quase 50% em 1996.

Os pacotes de ajuda externa que foram formulados, sob gerência do FMI, são, no mínimo, curiosos. Esses pacotes totalizaram US\$ 58,2 bilhões para a Coreia, US\$ 36,6 bilhões para a Indonésia e US\$ 17,1 bilhões para a Tailândia (Medeiros, 1998: 152). Entretanto, na base dos acordos estavam as exigências de que os países realizassem e/ou aprofundassem as reformas financeiras, privatizações, aberturas comerciais, ajustes fiscais, abertura das contas de capital e, explicitamente para a Coreia, reforma no mercado de trabalho. Ao prescrever a elevação ainda maior do grau de abertura externa, os formuladores dos tais pacotes só poderiam estar acreditando em uma de duas coisas: ou seria mera coincidência que as crises (financeira no Japão e financeiro-cambial no restante da região) tenham ocorrido exatamente após a implementação de reformas financeiras pró-mercado, ou então, o que seria mais grave, até admite-se alguma relação, mas insiste-se na prescrição como se alguma transformação qualitativa adviesse da pura insistência nas reformas.

## 2.3- POLÍTICAS NEOLIBERAIS E ABERTURA EXTERNA NA AMÉRICA LATINA: PRIMEIRAS EXPERIÊNCIAS E DECEPÇÕES

Mesmo antes de serem chamadas como tais, as políticas neoliberais do Consenso de Washington foram implantadas no cone sul americano durante a década de 70. O Chile foi o primeiro país a fazê-lo, após o golpe militar de 1973, sendo seguido pelo Uruguai no ano seguinte e pela Argentina em 1976.

Alguns autores, como Cintra (1999: 129), afirmam que a seqüência correta das reformas, assim como preconizado pelo argumento seqüencial de Mckinnon, só foi seguida pelo Chile, ao ponto deste país ter sido considerado o primeiro exemplo a ser observado e imitado. Em determinado momento, afirmou-se que “*a ordem correta da liberalização ... se aproxima à do exitoso experimento chileno posterior a 1975. O Chile há de tornar-se a norma ou padrão de referência*” (Mckinnon, 1982: 159 – itálicos não originais). Por escolha irônica do destino, pouco tempo depois desta afirmação, o Chile se tornou de fato o padrão de referência para as experiências de liberalização mas, ao contrário do desejado por Mckinnon, como prova de seus fracassos. São as experiências na América Latina que se passa a analisar.

### 2.3.1- Chile: o campo de testes e o fascismo de mercado

As reformas estruturais foram implementadas neste país no ano seguinte à instalação do governo militar autoritário de Pinochet, e se estenderam até o início da década seguinte. A reforma tributária, por exemplo, foi implantada em 1975 e caracterizou-se por ser extremamente regressiva, envolvendo redução tanto de gastos públicos como de investimentos estatais, assim como na criação de alguns impostos. O imposto sobre valor agregado foi criado para incidir sobre vendas e importações com a alíquota de 20% (Cano, 2000: 311). Deve-se destacar que esta reforma levou o déficit operacional de 22,7% do PIB em 1973 para 2,9% do PIB dois anos depois (Gatica e Mizala, 1990: 55). Os efeitos desta reforma também podem ser vistos na tabela 5. O déficit primário como percentagem do PIB foi reduzido drasticamente de 24,6% em 1973 para 2,6% em 1975 e, a partir de 1979, o governo passou a apresentar um superávit primário.

O processo de privatização, por seu turno, se caracterizou pelo retorno da propriedade privada para várias empresas que haviam sido nacionalizadas pelo governo

Allende. Essas reprivatizações fizeram com que, do controle estatal de 464 empresas em setembro de 1973, restassem apenas 53 em 1977 para serem privatizadas (Gatica e Mizala, 1990: 54).

As reformas no mercado de trabalho envolveram tanto a repressão aos sindicatos a partir de 1973, a suspensão da negociação coletiva<sup>22</sup>, expansão de contratos individuais e flexíveis. Por outro lado, a reforma da previdência envolveu, entre 1974 e 1978, a maior unificação de diferentes sistemas e benefícios e o fim da identidade entre os salários dos funcionários públicos ativos e a pensão do aposentado. Já em 1980, foi criado um sistema de capitalização privado, de forma que foi incentivada a transferência do antigo para o novo sistema e a obrigatoriedade de filiação ao novo para todos os novos assalariados a partir de 1981, com exceção das forças armadas e os *carabineiros* (Cano, 2000: 314).

Tabela 5 – Indicadores Macroeconômicos e Sociais (Chile: 1973-1982)

Indicador	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982
Inflação	605,9	369,2	343,2	197,9	84,2	37,2	38	31,2	9,9	20,7
Crescimento econômico <sup>1</sup>	-5,6	1,0	-12,9	3,5	9,9	8,2	8,3	7,8	5,5	-14,1
Investimento <sup>1</sup>	14,3	25,8	14	13,6	14,4	16,5	19,6	23,9	27,6	11,1
Desemprego <sup>2</sup>	-	9,2	16,4	19,9	18,6	17,9	17,7	17,3	15,6	26,1
Capacidade produtiva utilizada <sup>3</sup>	93,3	97,3	79,9	81,4	86,8	90,4	94,9	97,6	99	82,6
Formação bruta de capital fixo <sup>1</sup>	14,7	17,4	15,4	12,7	13,3	14,5	15,6	17,6	19,5	15,0
Déficit primário <sup>1</sup>	24,6	10,5	2,6	2,3	1,9	0,9	-1,7	-0,6	-3,0	-2,3
Gasto social per capita <sup>4</sup>	-	110,1	82,5	80,1	89	86,6	87,5	77,9	72,9	87,9
Índice de Gini	-	0,468	0,484	0,543	0,534	0,524	0,526	0,522	0,531	0,534
Índice de Gini <sup>5</sup>	-	0,518	0,566	0,618	0,599	0,588	0,589	0,578	0,579	0,624

1-em % do PIB.

2- incluindo os programas emergenciais de emprego (PEM e POJH).

3-em % da produção potencial.

4- 1970 = 100.

5- considerando os desempregados e a renda dos mesmos sendo nula.

Fontes: Foxley (1988: 48) para taxa de desemprego e para o gasto social, Ffrench-Davis et al. (1992: 38) para formação bruta de capital e capacidade utilizada, e Edwards e Edwards (1992: 184) para o restante.

<sup>22</sup> Em 1979, a negociação coletiva foi restaurada, mas só por empresa (Cano, 2000: 313).

O programa de estabilização implementado pode ser dividido em quatro fases<sup>23</sup>. Na primeira, entre setembro de 1973 e março de 1975, a política de estabilização teve como objetivo principal dismantlar o controle de preços que era feito no governo de Allende, além da já citada forte redução no déficit primário. Nessa fase de liberalização, portanto, a política de estabilização foi gradualista, englobando medidas como a introdução do imposto sobre valor agregado, a eliminação ou redução de vários tributos diretos sobre o capital – inclusive com a abolição do imposto sobre patrimônio e lucros de capital – e liberalização de todos os preços (com exceção de 30 que o foram mais gradualmente). Além disso, foi feita uma desvalorização da moeda nacional em 230% entre setembro e outubro de 1973, sendo seguida de minidesvalorizações, que duraram até 1979. A característica gradualista da política ainda foi observada na redução do crédito, que procurou conter a demanda agregada e, portanto, os preços, de forma não traumática. Para isto ainda contribuiu a deterioração dos salários reais, consequência das reformas no mercado de trabalho.

Embora a taxa de inflação não fosse mais a observada no período anterior, sinais de seu “recrudescimento”, em conjunto com a fortíssima retração da economia em 1975 (queda de 12,9% do PIB), somados à piora no saldo em transações correntes e no serviço da dívida, forçaram a mudança na política econômica.

Entre abril de 1975 e junho de 1976, a nova política de estabilização, caracterizada pelo tratamento de choque, procurou reduzir abruptamente a demanda agregada, ao mesmo tempo em que se aprofundaram as reformas estruturais. Dentre as medidas destacam-se a redução dos gastos e investimentos públicos em 27%, em termos reais, no ano de 1975, substanciais aumentos nas tarifas públicas, elevação do imposto de renda e eliminação de isenções no IVA, modificação da base de referência para reajuste salarial - o que provocou maior arrocho - e a aceleração da redução da oferta monetária.

Até o final de 1975, a inflação foi reduzida, passando de 69% no segundo trimestre do ano para 26% no quarto trimestre, e a perda de reservas internacionais foi diminuída. Entretanto, o retorno da aceleração da inflação no primeiro semestre de 1976 levou a uma nova mudança.

---

<sup>23</sup> Edwards e Edwards (1992) também dividem o período em quatro fases, mas não seguem o critério dos programas de estabilização para fazê-lo. Utiliza-se aqui a periodização e, portanto, os critérios usados em Foxley (1988) para os programas de estabilização.

Sendo assim, o programa de recuperação econômica, que durou de junho de 1976 a junho de 1979, alterou o diagnóstico da inflação, estabelecendo como sua causa os custos e as expectativas<sup>24</sup>. As medidas implementadas foram a revalorização do peso em 10% em junho de 1976, a redução de tarifas sobre importações e o estabelecimento de um calendário de futuras paridades cambiais. A taxa de desvalorização preanunciada (chamada *La Tablita*) se ajustava, no início, de acordo com a inflação passada e, a partir de 1978, reajustando-se em um nível inferior à inflação passada, isto é, implicando em uma valorização real da moeda chilena. Os impactos, como se pode ver na tabela 5, foram a drástica redução da inflação e a retração nas taxas de desemprego. Contudo, o déficit em transações correntes volta a se apresentar em 1976 e, além disso, mais do que dobra em 1977 e 1979, passando de US\$551 milhões para US\$1,19 bilhões (Tabela 6).

Tabela 6: Balanço de Pagamentos – Chile (1973-1982) em US\$ milhões

Conta	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982
Exportações	1316	2152	1590	2116	2186	2460	3835	4705	3836	3706
Importações	1329	1901	1520	1473	2151	2886	4190	5469	6513	3.643
Saldo comercial	-13	250	70	643	35	-426	-355	-764	-2677	63
Conta de serviços	-281	-556	-572	-543	-682	-759	-937	-1320	-2164	-2474
Transações correntes	-279	-292	-490	148	-551	-1088	-1189	-1971	-4733	-2304
Conta de capital	70	-63	374	61	568	1946	2248	3165	4698	1215

Fonte: IMF, International Financial Statistics.

A quarta fase do programa de estabilização, que se inicia em junho de 1979, pode ser caracterizada pelo enfoque monetário do balanço de pagamentos. Nesse mês, a taxa de câmbio nominal é desvalorizada em 5,7% e depois fixada em 39 pesos por cada dólar. A idéia é a de que, seguindo a hipótese de paridade do poder de compra, uma vez completada a abertura da economia, a taxa de variação dos preços externos regulará automaticamente a inflação interna e, depois de um certo tempo, esta última seria igual à primeira. Os resultados desse tipo de política foram a redução da inflação e a manutenção de altas taxas de crescimento (tabela 5). Por outro lado, a convergência da inflação interna com a externa não se verificou, o que provocou uma forte valorização real do câmbio (tabela 7). Isto, em conjunto com a abertura comercial, levou a fortes

<sup>24</sup> “Foi então que as autoridades econômicas mudaram sua hipótese sobre a causa da inflação e começaram a falar de uma inflação de custos e de expectativas inflacionárias” (Gatica e Mizala, 1990: 56).

déficits em transações correntes que, entre 1979 e 1981, tiveram um crescimento de 298% ! Estes déficits só foram financiados graças à enorme entrada de capital externo, em maior volume a partir de 1978/79 (tabela 6).

Independentemente das especificidades de cada fase, os programas de estabilização de todo o período, dentro das variáveis inflação e déficit público, parecem ter sido extremamente bem sucedidos. No que se refere à primeira, ela passa de 605,9% em 1973 para 9,9% em 1981. No que diz respeito ao saldo primário, o déficit sai de 24,6% do PIB em 1973 para 2,3% em 1976 e, a partir de 1979, o resultado passa a ser superavitário.

Tabela 7: Taxa de câmbio real efetiva\* – Chile (1977-1982)

	1º trimestre	2º trimestre	3º trimestre	4º trimestre
1977	83,6	78,5	81,8	89,5
1978	97,5	100,3	103,3	105,1
1979	106,3	105,8	109,4	102,5
1980	100,2	95,9	93,8	87,1
1981	82,1	75,2	71,3	72,8
1982	69,9	70,8	82,8	97,2

\*o índice expressa a proporção entre a média ponderada dos índices de preços, expressos em moeda chilena, dos dez principais sócios comerciais do país, e o IPC chileno, para 1975=100.

Fonte: Edwards e Edwards (1992: 93).

No tocante à abertura comercial, antes da implementação da reforma, a dispersão tarifária era alta (0%-750%) e os bens finais tinham maiores graus de proteção efetiva (Cano, 2000: 309). A abertura comercial chilena do período teve o intuito não apenas de reduzir as tarifas de importação, mas também eliminar/reduzir rapidamente as barreiras não-tarifárias, além de simplificar e reduzir as posições tarifárias. No lado da promoção das exportações, as políticas foram tímidas e não seletivas.

A tarifa média sobre importações, que chegou a ser de 105% em 1973, apresentou ao final desse ano um valor de 94%, valor este que foi sendo reduzido rapidamente (52% no início de 1975 e 44% em meados do mesmo ano). Em 07 de junho de 1976, a tarifa média de importação atingiu 33%, ficando assim abaixo da que prevalecia na maioria dos países em desenvolvimento (Edwards e Edwards, 1992: 126). No final desse processo de redução tarifária, em meados de 1979, estabeleceu-se uma tarifa única (com exceção do setor automobilístico) de 10%. A sequência dessa redução

tarifária pode ser acompanhada na tabela 8, que ainda apresenta a tarifa máxima e a quantidade de produtos sujeitos ao valor máximo.

O importante a destacar, além da redução da tarifa média de importação, é que a abertura comercial chilena também incluiu a substancial redução do valor máximo da tarifa, até igualar-se ao valor médio em junho de 1979. Nesse momento, 99,5% dos produtos estavam sujeitos à tarifa máxima que, naquele momento, era também a média, atingindo o objetivo de reduzir a dispersão tarifária que constava antes do regime militar.

Tabela 8: Sequência da abertura comercial – Chile (1973-1979).

Datas	Tarifa máxima (%)	(%) de produtos sujeitos ao valor máximo	Tarifa nominal média (%)
31/12/1973	220	8,0	94,0
27/03/1974	160	17,1	80,0
16/01/1975	120	8,2	52,0
09/02/1976	80	0,5	38,0
07/06/1976	65	0,5	33,0
02/05/1977	45	0,6	22,4
03/12/1977	25	22,9	15,7
06/1978	20	21,6	13,9
06/1979	10,1	99,5	10,1

Fonte: Edwards e Edwards (1992: 127).

A rápida redução das barreiras não-tarifárias pode ser ilustrada pelo fato de que, antes da reforma, “havia trezentos itens proibidos e quase a metade das posições tarifárias dependia de aprovação formal pelo banco central. A quase totalidade dessas restrições foi eliminada entre 1974 e 1976”. Foi ainda suspensa em 1974 a dependência que vários produtos tinham de um depósito prévio, sendo que dois anos depois essa dependência foi eliminada (Cano, 2000: 309).

Os efeitos dessa abertura comercial foram, segundo Foxley (1988: 80):

(i) uma expansão inicial das exportações;



- (ii) a mudança na estrutura de importações, sendo que os bens de consumo mostram o crescimento mais acelerado<sup>25</sup>;
- (iii) um efeito diferenciado sobre os diversos agrupamentos industriais e sobre as empresas dependendo do tamanho<sup>26</sup>; e,
- (iv) queda do emprego industrial<sup>27</sup>.

O processo de liberalização financeira teve início em 1974 com a desregulamentação financeira interna e, só mais tarde, com a abertura para a atuação do capital externo. No início de 1974, foram reduzidos os requisitos de reservas nos bancos que, em 1973, superavam os 100%, passando a 42% em 1979 e 10% em 1980 (Edwards e Edwards, 1992: 70), assim como foi dada a permissão para operação de novas instituições financeiras não-bancárias (as chamadas *financieras*) que atuavam com poucas restrições. Em maio de 1974 foi permitida a livre determinação das taxas de juros pelas *financieras* e, no ano seguinte, as taxas de juros cobradas e pagas pelos bancos comerciais foram liberalizadas. Antes desta última medida, deu-se início à privatização dos bancos que haviam sido nacionalizados no governo Allende. Tudo isto contribuiu para que as taxas de juros praticadas fossem sendo elevadas, o que em um contexto de redução inflacionária leva a taxas reais de juros não apenas positivas, mas crescentes. A desregulamentação sobre prazos de vencimento e alocação de crédito, conformou a desrepressão financeira interna nos moldes da teorização de McKinnon (1973 e 1991).

A liberalização financeira externa se processou posteriormente. Como afirma Edwards (1991: 140), “ainda que o mercado interno de capitais tenha sido reformado no início de 1975 – ao serem liberalizadas as taxas de juros e permitida a criação de novas instituições financeiras – as correntes de capital estrangeiro estiveram estritamente controladas até meados de 1979”. Isto em que pese o fato de que já em 1974 modificou-se a legislação cambial para permitir a tomada de empréstimos no exterior por empresas

<sup>25</sup> “As importações de máquinas e equipamentos mostram um crescimento nulo entre 1970 e 1979, enquanto sua participação sobre o total cai de 20% para 12%. Por sua vez, sua participação no PIB (...) caiu em um quinto” (French-Davis et al., 1992: 44). Cano (2000: 316) ainda mostra que, em conjunto com a valorização cambial, a abertura comercial multiplicou o total de importações em 5, entre 1973 e 1981 (ver tabela 6), sendo que as importações de bens de consumo duráveis aumentaram 4 vezes a mais do que as de insumos e bens de capital. Deve-se citar ainda que a participação do setor industrial no PIB passa de 29,5% em 1974 para 18,9% em 1982 (Edwards e Edwards, 1992: 133).

<sup>26</sup> As formas que as empresas e os diversos setores adotaram para se ajustar (falência ou fechamento de plantas; fusão ou suspensão de linhas de produção; importação de substitutos de sua produção anterior) provocaram uma forte concentração econômica.

<sup>27</sup> Análises mais pormenorizadas sobre os efeitos da abertura comercial no setor industrial e na estrutura produtiva do Chile podem ser encontradas em Cano (2000) e Foxley (1988).

e indivíduos; lei que em 1977 foi estendida para os bancos. No que se refere ao investimento direto estrangeiro, outra ressalva deve ser feita, uma vez que a partir de 1974 inicia-se a desregulamentação do capital estrangeiro, dando-lhe ampla possibilidade de alocação setorial, notadamente na mineração, nos serviços de transporte aéreo e marítimo (Cano, 2000: 310). O processo de liberalização financeira externa, entre 1978 e 1980, permitiu às empresas nacionais maior acesso ao financiamento externo. Autorizou-se a redução do encaixe bancário sobre empréstimo externo, que, para um prazo de 2 a 3 anos, passou de 25% para 15%; para os empréstimos de prazo entre 4 e 5 anos manteve-se o encaixe a 10%. Foi facilitada também a entrada de bancos estrangeiros.

Em junho de 1979, foi eliminada a restrição sobre a proporção máxima de obrigações externas de um banco com respeito a um ativo. Um ano depois, no mês de abril, decretou-se o fim da restrição quanto ao incremento máximo mensal para obrigações externas dos bancos. “Esta medida gerou um crescimento surpreendente nos passivos externos dos bancos (...) os créditos externos dos bancos que entraram no país subiram em 1980 mais de três vezes!” (Edwards e Edwards, 1992: 72).

Dessa maneira, a liberalização financeira externa foi implementada após a desregulamentação financeira interna e, mesmo assim, a entrada de capital de curto prazo não esteve autorizada até julho de 1982, quando passou a ser permitida por breve período<sup>28</sup>. Isto não impediu que o processo de abertura externa tivesse suas conseqüências. A entrada de capital externo explode a partir de 1977/78 (tabela 6), o que, se de um lado serviu para cobrir os déficits em transações correntes, por outro levou a uma brutal aceleração no déficit na conta de serviços – crescimento de mais de 250% entre 1977 e 1982.

O efeito deletério da abertura externa ainda pode ser observado pelos indicadores da tabela 9, ressaltando o brutal crescimento da dívida externa a partir de 1979, a alteração da composição da dívida, com o predomínio da parcela privada a partir de 1980, e a explosão do serviço dessa dívida como proporção das exportações.

É fundamental ressaltar ainda que, pelos dados da tabela 7, o forte movimento de valorização do câmbio real se dá a partir do 4º trimestre de 1979, justamente no período em que a liberalização financeira externa se acelera. Esta última, portanto, além de

---

<sup>28</sup> Com a exceção do financiamento ao comércio exterior. “ao contrário de Argentina e Uruguai, o Chile proibiu os movimentos de capital de curto prazo até os desesperados dias da crise de 1982.” (Edwards e Edwards, 1992: 71).

provocar o forte endividamento externo e o crescimento do déficit na conta de serviços (por conta do pagamento de juros e remessa de lucros e dividendos), foi responsável pela valorização do câmbio real que, em conjunto com a abertura comercial, provocou os enormes déficits comerciais observados a partir de 1978<sup>29</sup>.

Tabela 9: Endividamento externo chileno (1973-1982) em US\$ milhões

Indicador	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982
Dívida externa	3664	4435	4854	4720	5201	6664	8484	11084	15542	17153
-parcela pública	3244	3966	4068	3762	3917	4709	5063	5063	5542	6660
-parcela privada	423	469	786	958	1284	1955	3421	6021	10077	10493
Serviço da dívida <sup>1</sup>	-	35,1	55,6	52,7	52,8	58,7	50,8	47,7	70,8	88,5

1-como proporção das exportações.

Fonte: IMF, International Financial Statistics e Foxley (1988: 48) para o serviço da dívida.

Esse quadro de insolvência externa não passou despercebido para o capital externo. A crescente necessidade de financiamento das contas externas só podia ser feita pela entrada do capital externo, o que requeria a elevação das taxas de juros que, em termos reais, chegaram a 59,2% em 1981. Para piorar a situação, o capital externo era direcionado em grande medida para financiar o consumo interno e a especulação financeira e imobiliária. A erosão das contas externas chilenas se traduziu na incapacidade de saldá-las, levando à fuga do capital externo. A vulnerabilidade externa do Chile provocou a crise cambial que levou à desvalorização forçada de 18% em junho de 1982.

A vulnerabilidade externa se manifestou também no aumento da fragilidade financeira das empresas e bancos ao longo do período; “o problema das quebras alcançou proporções de crise em 1982, quando ocorreram 810 casos de quebra, mais do dobro do que a média dos cinco anos anteriores” (Edwards e Edwards, 1992: 96)<sup>30</sup>. A

<sup>29</sup> “o desequilíbrio maior das contas externas foi causado pelo lado financeiro (notadamente juros, amortizações e remessas de lucros) e menos pela balança comercial, salvo em 1980-1981, quando ocorreram os dois fatores” (Cano, 2000: 317).

<sup>30</sup> A situação foi tão grave que em janeiro de 1981, o governo foi obrigado a intervir, liquidar e nacionalizar alguns bancos.

fuga de capitais em 1982 representou um resultado na conta de capital 74% inferior ao ano anterior (tabela 6). Os efeitos da crise foram a impressionante retração de 14% do PIB ainda em 1982, a taxa de desemprego de 26% da população economicamente ativa no mesmo ano, e 34% no ano seguinte. Além disso, ocorreu o enorme crescimento da dívida pública, que passou de US\$ 5 bilhões em 1980 para US\$ 10 bilhões em 1983, em muito por causa da estatização da dívida externa, sob a forma da estatização do sistema bancário, como atestam Foxley (1988) e Edwards e Edwards (1992).

Se observado durante todo o período de reformas, o resultado também é totalmente desfavorável. É bem verdade que os ganhos de estabilização – redução drástica da inflação e do déficit público primário, sendo que este se transformou em superávit a partir de 1979 – foram consideráveis, do ponto de vista do curto prazo que caracteriza o primeiro elemento do programa neoliberal. As taxas de crescimento da economia no período 1977/81 também foram invejáveis, uma média anual de 10,5%. Por esses resultados é que o Chile se tornou o primeiro “exemplo” a ser seguido.

Entretanto, a livre entrada de capital externo e, por determinado período, a manutenção de uma paridade fixa do câmbio (ou então de taxas de desvalorização inferiores às da inflação) levaram a uma sobrevalorização do câmbio real que, em conjunto com a abertura comercial, provocou déficits comerciais a partir de 1978. A liberalização financeira externa, por sua vez, sob o pretexto de financiar os déficits em transações correntes, resultou em uma maior remessa de juros, lucros e amortização da dívida, o que gerou uma substancial piora na conta de serviços. Outro efeito perverso foi o superendividamento externo público e privado, que no período 1973/82 cresceu 368%.

Não bastasse isso, a taxa média de crescimento do PIB entre 1973/82 foi de apenas 1,9%, muito inferior aos pouco mais de 4% da época de substituição de importações. A formação bruta de capital fixo, como proporção do PIB, foi sempre inferior a 20% por causa das altas taxas de juros, pela redução do investimento público, do processo de *desubstituição* de importações decorrente da abertura comercial, e da baixa taxa média de utilização da capacidade instalada. Assim, mesmo na fase de crescimento (1977/81), a retomada baseava-se muito mais na capacidade ociosa do que no acréscimo de capacidade instalada.

Adicionalmente, o período inteiro de reformas se caracterizou pela concentração de renda como atesta o crescimento dos coeficiente de Gini na tabela 5, e a queda de 15% nos salários reais entre 1970 e 1987, efeito que não foi alvo de nenhuma política

compensatória, uma vez que o gasto social per capita caiu durante o período<sup>31</sup>. Tudo isso redundou em uma elevação, entre 1973 e 1990, no percentual de famílias pobres de 30% para 40% (Ramos, 1997: 18).

Considerando todas as conseqüências produzidas pelas reformas neoliberais no Chile da década de 70, a avaliação não é nada positiva. “Em síntese, os resultados do experimento monetarista no Chile são negativos em quase todos os aspectos. Quedas de produção, investimento e emprego, são acompanhadas por um forte déficit no balanço de pagamentos e um superendividamento externo até 1982. O desemprego sobe dramaticamente e os indicadores distributivos mostram uma marcada deterioração para os setores assalariados” (Foxley, 1988:49). A primeira experiência neoliberal redundou em um rotundo fracasso.

Vale salientar que o Chile só se recuperou no período 84-89 porque tomou algumas medidas anti-neoliberais a partir de 1983, como a promoção de exportações não-tradicionais (através de subsídios implícitos), aumento dos gastos públicos em obras e habitação, fixação de preços agrícolas mínimos e, principalmente, a redução do grau de abertura externa. O retrocesso na liberalização financeira já se dá em 1982, quando o governo assume por 6 meses a correção cambial sobre as saídas de capital e limita o endividamento externo dos bancos. No imediato pós-crise, ocorre a estatização da dívida de curto prazo do setor privado e, entre 85-89, promove-se a renegociação da dívida externa, com conversão da dívida em investimentos (US\$ 9 bilhões) e novos empréstimos do FMI (US\$1,3 bilhão). São tomadas também medidas para aumentar o controle sobre a entrada de capital, com o objetivo de evitar o transtorno e a instabilidade que haviam provocado<sup>32</sup>. O retrocesso na abertura comercial se deu tanto pela reintrodução de bandas de controle de preços externos, como pela criação de um sistema de defesa *antidumping* e a ampliação das tarifas médias sobre importações. Elas são duplicadas para 20% em março de 1983, sobem para 35% no ano seguinte, e voltam a ser reduzidas para 30% em março de 1985 e 20% em junho do mesmo ano.

<sup>31</sup> Segundo Gatica e Mizala (1990: 59), o gasto em educação por habitante, entre 1970 e 1985, caiu 24%, enquanto os gastos em saúde e habitação por habitante, no mesmo período, decresceram 36% e 34% respectivamente.

<sup>32</sup> “...uma intervenção muito forte do Estado nos mercados financeiros e cambiais, apoiada pela entrada de recursos externos oficiais, ajudou a atravessar a crise de 1982-84. Depois de 1985, as políticas macroeconômicas e de reconversão industrial não tiveram nada de liberais e, em todo caso, supuseram uma participação efetiva e um grau de intervenção do Estado, tanto quantitativa como qualitativamente, muito superiores às demais experiências de ajuste latino-americanas” (Tavares, 1996: 85). Sobre as medidas implementadas para controlar o ingresso de capitais existem vários trabalhos como Aninat e Larraín (1996) e French-Davis et al. (1997).

A recuperação posterior da economia chilena, entretanto, não conseguiu atingir a situação pré-crise: “na crise de 1982 o produto por habitante caiu 15% e a partir de 1984 tem se recuperado a taxas insuficientes para superar os níveis pré-crise. Com efeito, o produto por habitante em 1987 era 6% inferior ao do ano de 1981” (Gatica e Mizala, 1990: 60).

O desastre da experiência neoliberal chilena da década de 70 ocorreu mesmo que sua reforma tenha sido feita de acordo com a seqüência ótima propagandeada pela visão convencional, isto é, o Chile abriu primeiramente a conta corrente para depois promover a liberalização da conta de capital. Na mesma época, Argentina e Uruguai implementavam as reformas neoliberais, mas não o teriam feito na seqüência “correta”, o que não lhes rendeu a mesma “honra” outorgada ao Chile de “padrão de conduta”<sup>33</sup>.

### 2.3.2- Argentina: abertura externa em dois momentos

A experiência da Argentina com os programas neoliberais de desenvolvimento não se restringe a apenas um período, mas é compreendida por dois momentos. O primeiro durou de 1976 até 1983 com a mesma característica política da experiência chilena, isto é, foi dominado por um fascismo de mercado que se estabeleceu após o golpe militar de 24 de março de 1976, sob o comando, durante grande parte do tempo, do ministro da economia Martínez de Hoz. O segundo momento da aventura neoliberal argentina se inicia em 1989 com a eleição de Carlos Menem para a presidência do país.

#### 2.3.2.1- Abertura externa sob a ditadura política e mercantil

O programa econômico implementado logo da instauração da ditadura militar teve um cunho extremamente ortodoxo com congelamento de salários, liberalização de preços, abertura comercial, desregulamentação das finanças e do controle ao capital externo, e redução da oferta de moeda. Sourrouille e Lucángeli (1983) dividem as políticas de estabilização em dois períodos, o primeiro até 1978, caracterizado pela política monetária ortodoxa com pouca vinculação entre os mercados de capitais interno

<sup>33</sup> Já seria de se perguntar: se os três países sofreram crises brutais no início da década de 80, e Argentina e Uruguai não seguiram a seqüência ótima para as reformas, enquanto o Chile o fez, não seria porque os problemas não residem na correção ou não da seqüência de abertura, mas na própria natureza da abertura em si?

e externo, e o segundo a partir de 1979, caracterizado pelo mesmo enfoque monetário do balanço de pagamentos que inspirou a política econômica chilena.

Calvo (1991: 118-120) identifica quatro fatos estilizados para o primeiro período:

- (a) no início do mandato de Martínez de Hoz são tomadas medidas para aumentar o preço relativo dos bens exportáveis (em específico, os tradicionais);
- (b) redução drástica do déficit público (excluídos os juros);
- (c) em março de 1977, é imposto o controle de preços durante um trimestre, enquanto que em junho do mesmo ano é liberalizado o sistema bancário e o déficit do governo passa a ser financiado principalmente por títulos e não mais por emissão monetária; e,
- (d) controlou-se a taxa de câmbio, inicialmente para acompanhar a inflação (1 ou 2 trimestres), mas durante 1978 a taxa de desvalorização cai consideravelmente até recuperar-se levemente no último trimestre do ano.

Nesse período, a política cambial foi utilizada para controlar a inflação, de forma que a valorização da moeda argentina foi de 33% em 1976, em relação ao ano anterior, e em 1978 de 25% (Cano, 2000: 111).

Já a partir de 1978, assim como no Chile, foi implementada a *Tablita*, mas as taxas de desvalorização preanunciadas eram inferiores às da inflação, o que provocou uma valorização real média de 40% entre 1978 e 1981. As políticas de estabilização, no caso argentino, não deram tão certo como no início da experiência chilena, como atestam os dados da tabela 10.

Tabela 10: Indicadores Macroeconômicos – Argentina (1976-1983)

Indicador	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983
Inflação anual	444	176	175,5	159,5	100,8	104,5	164,8	343,8
Crescimento econômico <sup>1</sup>	-0,2	6,5	-3,4	7,2	1,9	-6,9	-5,5	2,9
Investimento interno <sup>1</sup>	18,0	19,3	25,9	26,8	27,2	24,4	22,7	22,2
Déficit público primário <sup>1</sup>	12,9	11,9	10,1	9,0	11,3	16,4	17,2	-
Serviço da dívida pública <sup>1</sup>	6,0	5,9	8,3	6,6	4,1	8,2	11,9	-
Variação de salário real	-32,7	-1,4	-1,4	14,3	11,3	-10,3	-	-
Taxa de câmbio real <sup>2</sup>	121,2	105,7	84,6	60,95	50,43	60,6	100,1	117,3

1-em % do PIB.

2-para 1990=100

Fontes: IMF, International Financial Statistics; World Bank; Calvo (1991: 118) para o setor público; Sourrouille e Lucángeli (1983: 100) para os salários reais; e, Damill e Keifman (1992: 107) para a taxa de câmbio.

Os dados mostram que os ganhos com a redução da inflação anual nunca fizeram com que ela ficasse abaixo dos três dígitos e, a partir de 1980, ela volta a subir. Já no

que se refere ao déficit público primário, obteve-se uma redução de até 9% do PIB em 1979 mas, ele voltou a subir a partir desse momento e, ao contrário do Chile, superávits primários nunca foram obtidos.

A abertura comercial se caracterizou, de imediato, pela eliminação do câmbio múltiplo, eliminação de restrições às exportações (redução de impostos sobre exportações tradicionais e redução de incentivos para exportações não-tradicionais), redução da tarifa média de importação de 93% para 52% e elevação dos incentivos para exportações tradicionais em até 25%.

O sistema tarifário de comércio exterior vigente em 1976 tinha sido sancionado quase 10 anos antes (1967). Já no final de 1976 é unificado o câmbio para operações comerciais e financeiras, são liberalizadas as restrições financeiras sobre importações e reduzidos os direitos de importação como o regime de tratamento preferencial. Em 1978 estabeleceu-se o segundo acontecimento importante no desenvolvimento da abertura comercial<sup>34</sup>. Tem início a reforma tarifária geral, que pretendia levar a proteção nominal contra importações a um nível médio de 15% até 1984, com uma dispersão mínima em relação ao número de produtos. Com isso, a tarifa média cai de 55% para 29% entre meados de 1976 e o final de 1978, e atinge 26% no início de 1979.

Algumas medidas reforçaram os efeitos dessa redução tarifária, como a redução das normas de importação para bens de capital. Além disso, “ajustou-se a tarifa e foi autorizada a importação, até então proibida ou restringida, de um considerável número de produtos que caíam na qualificação de ‘suntuários’ ” (Sourrouille e Lucángeli, 1983: 56). Em julho de 1980, as barreiras não-tarifárias passavam a ficar incorporadas formalmente à tarifa de importação, mediante uma modificação dos direitos existentes e a revogação das leis ou decretos que lhes davam origem.

Os efeitos da abertura comercial entre 1976 e 1980-81 podem ser observados na composição das importações. Os bens de consumo passam de 2,2% do total de importações para 17,6%, enquanto os bens de capital e os bens intermediários passam, respectivamente, de 16,6% para 22,4% e de 63,4% para 49,5%. A abertura comercial quadruplica as importações de bens de capital, mas as de bens de consumo crescem 13 vezes! (Cano, 2000: 113) O total de importações cresce, principalmente a partir de

<sup>34</sup> Em 28 de dezembro de 1978, a resolução 1634 do Ministério da Economia modificou as tarifas de todas as posições e estabeleceu um programa de redução tarifária trimestral até janeiro de 1984, programa este que foi antecipado no decorrer do tempo.



1979, tanto pela abertura comercial como pela valorização do câmbio real, como mostra a tabela 11. As exportações, por sua vez, crescem bastante já a partir de 1977.

Tabela 11: Balanço de pagamentos – Argentina (1976-1983) em US\$ milhões

Conta	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983
Exportações	3918	5651	6401	7810	8021	9143	7623	7835
Importações	2765	3799	3488	6028	9394	8431	4859	4119
Balança comercial	1153	1852	2913	1782	-1373	712	2764	3716
Balanço de serviços	-520	-757	-1125	-2352	-3424	-5402	-5151	-6168
Transações correntes	651	1126	1856	-513	-4774	-4712	-2353	-2436
Conta de capital	487	583	267	4430	2377	1646	2123	577

Fonte: IMF, International Financial Statistics.

Do lado financeiro, a desregulamentação interna se processou através de uma reforma bancária que “deu aos bancos e às ‘financieras’ um grau considerável de liberdade na determinação das taxas de juros (exceto para depósitos à vista, que tiveram suas taxas de juros mantidas em zero), no direcionamento do crédito e no número de sucursais” (Calvo, 1991: 114-115). Foi em junho de 1977 que entrou em vigor o novo *Regime de Entidades Financieras*, que, além da liberalização generalizada das taxas de juros ativas e passivas, criou um sistema de reservas fracionárias<sup>35</sup>, estabeleceu plena garantia de depósitos<sup>36</sup>, e criou a função de prestador de última instância para o Banco Central. A redução das restrições internas sobre o movimento de capitais ainda incluiu a diminuição para um ano no prazo mínimo de contratação de empréstimos financeiros, prazo este que foi eliminado posteriormente.

No *front* externo, a liberalização financeira se processou mais radicalmente a partir de 1978. Em 1977 houve uma alteração na regulação sobre movimentos de capital; passava-se a regular agora a entrada dos capitais, ao contrário do esquema tradicional de controle de saída, o que não impediu que o capital externo continuasse entrando, atraído principalmente pelas altas taxas de juros. Mas, foi a partir de 1978 que

<sup>35</sup> “Algumas regulamentações, como os coeficientes mínimos de encaixe, foram mantidas, mas eliminadas gradualmente” (Calvo, 1991: 115). Os coeficientes mínimos de encaixe obrigatório iniciaram o período em 45%, passando para 33% no fim de 1978, 21% um ano depois e, finalmente, para 10% em dezembro de 1980.

<sup>36</sup> Ao contrário do que ocorreu no Chile e no Uruguai, “uma grande proporção dos depósitos nos bancos e outras intermediárias financeiras estavam assegurados pelo Banco Central” (Calvo, 1991: 115-116).

a desregulamentação sobre o fluxo de capital externo se intensificou<sup>37</sup>. O *Regime de Entidades Financeiras* foi sofrendo modificações, de forma que o Banco Central não mais regulou os preços no mercado de divisas; deu-se tratamento não-discriminatório para instituições estrangeiras e foi habilitado um mercado a termo para as divisas em julho de 1978. Em dezembro desse ano foram tomadas as medidas que tornaram gradativamente menos restritiva a entrada de capital externo: (i) autorização de captação de depósitos em moeda estrangeira pelos bancos argentinos; (ii) limitação a um ano do prazo mínimo para captação de empréstimos externos; e, (iii) redução gradual desse mesmo prazo, até sua eliminação em 1979. Não é por outro motivo que a entrada de capital externo em 1979 supera a do ano anterior em 1559% (tabela 11)!

Os resultados do processo de abertura externa na Argentina dos anos 70 parecem ter sido ainda piores do que os chilenos, já que a Argentina não contou nem com ganhos substanciais no combate à inflação, nem com períodos de crescimento que pelo menos pudessem dar confiança, ainda que momentaneamente, aos entusiastas da abertura externa como única alternativa de desenvolvimento<sup>38</sup>. A crise argentina já é vislumbrada em 1980 quando o capital externo não ingressa mais com a volúpia do ano anterior e a economia argentina apresenta um crescimento pífio de 1,9%.

O capital externo não se comportou dessa maneira por mero capricho em seu humor. O déficit em transações correntes aparece em 1979 (US\$ 513 milhões) e explode, não coincidentemente, a partir daí, chegando a US\$ 4,8 bilhões em 1980. Ainda mais claro do que no Chile, o saldo da balança comercial é o menor culpado por esse resultado, já que ele só foi negativo em 1980. Por outro lado, o saldo na conta de serviços é deficitário em todo o período, mais do que duplica em 1979, e atinge um déficit de US\$ 5,4 bilhões em 1981. Os impactos da liberalização financeira externa ainda podem ser notados pelo fato de que a maior valorização do câmbio real se deu no período 1977-79, período em que foi acelerada a abertura financeira. Deve-se ressaltar ainda o superendividamento externo provocado por essa estratégia de inserção internacional, como demonstram os dados da tabela 12. O estoque da dívida externa se eleva constantemente no período todo (1976-83), mas o faz em maior proporção na época de maior liberdade para a movimentação de capital externo (1978-81). O

<sup>37</sup> Ainda que a convertibilidade da moeda tenha se expandido com a unificação do mercado de divisas em dezembro de 1976, todavia existia um imposto sobre empréstimos externos de mais ou menos 20% em 1978 (Calvo, 1991: 116).

<sup>38</sup> Ainda assim, o experimento argentino parecia funcionar até 1980. Entre 1976 e 1980, o consumo havia crescido 16% e o investimento 22%. Entretanto, no mesmo período as importações haviam crescido 274%, enquanto que as exportações aumentaram 115% (Cano, 2000: 113).

agravamento contínuo e crescente de indicadores como a proporção da dívida externa sobre o PIB e a proporção da mesma sobre o total de exportações só podia sinalizar um fato para os investidores externos: a incapacidade cada vez maior que a economia argentina tinha para honrar seus compromissos externos. A vulnerabilidade externa da economia argentina, provocada pela estratégia de abertura externa, foi a responsável pela crise que se abateu no país. Os efeitos distributivos podem ser atestados pela remuneração média industrial urbana que é 37% inferior em 76-81, em comparação com 1974, 25% menor em 1979-81 e 37% inferior em 82 (Cano, 2000: 115).

Tabela 12: Endividamento externo argentino (1976-1983) em US\$ milhões

Indicador	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983
Estoque total	8379	9678	12496	19034	27162	33534	43634	45069
Dívida privada	3190	3634	4139	9074	127703	14526	15018	13360
Dívida pública	5189	6044	8357	9960	14459	19008	28616	31709
Total/PIB	17,1	17,4	21,6	26,3	30,9	40,1	53,7	53,6
Total/exportações	2,13	1,71	1,95	2,43	3,38	3,66	5,72	5,75

Fontes: Sourrouille e Lucángeli (1983: 99) e Damill e Keifman (1992: 106), a partir de dados do FMI.

Dessa maneira, “a primeira experiência de liberalização da conta de capital e de abertura praticamente irrestrita ao fluxo de fundos do exterior foi implementada a partir de dezembro de 1978 e esteve em vigência por pouco mais de dois anos até que, no primeiro trimestre de 1981, sofreu um completo colapso no contexto de uma corrida sem precedentes contra a moeda doméstica, alimentada por uma fuga de capitais também sem precedentes” (Fanelli e Machinea, 1997: 140). O processo culminou, em 1982, com o aprofundamento da crise, o que obrigou, novamente, a uma reversão nas reformas, com o controle das importações e das transações externas, inclusive com a centralização do câmbio em abril de 1982. Deve-se notar que, durante a década de 80, o país não desenvolveu um sistema de indexação de ativos, como fez por exemplo o Brasil, o que, em períodos de alta inflação, como foi o caso dessa década, provoca a tendência à fuga da moeda local, a “desmonetização” e a dolarização informal (Hermann, 2000: 11-12). Estava preparado o terreno para a segunda experiência neoliberal na Argentina.

O período 1983-1989 foi, ao mesmo tempo, caracterizado pelo processo de redemocratização, a partir da vitória nas eleições de Raúl Alfonsín, que assumiu a presidência em outubro de 1983, e pelos efeitos da crise da dívida externa e da

aceleração inflacionária, que se abateram sobre os países da região ao longo da década de 80.

As tentativas fracassadas de estabilização nesse período, como no caso do Plano Austral de 1985, constituído basicamente pelo congelamento de preços e salários, e de reversão no quadro das contas externas deficitárias, levaram ao desgaste político do governo e à vitória da oposição nas eleições presidenciais de maio de 1989.

### 2.3.2.2- abertura externa e dolarização

A eleição de Carlos Menem em 1989 deu início a uma nova e mais radical implementação do ideário neoliberal na economia argentina. Em julho desse ano, o novo governo já assume com uma inflação acumulada de 715% e põe em marcha o *Plan BB* de cunho extremamente ortodoxo, que compreendeu medidas como: (i) aumento de tarifas públicas e redução nos gastos públicos (inclusive investimentos); (ii) suspensão por 6 meses de todos os subsídios e incentivos fiscais; (iii) aumento de impostos sobre exportações e fortes desvalorizações cambiais; (iv) baixos reajustes salariais; e, (v) corte na oferta monetária que elevou as taxas de juros, embora ainda inferiores à inflação.

Tabela 13: Indicadores macroeconômicos – Argentina (1989-1999)

	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
G	-6,2	-1,8	10,6	9,6	5,7	5,8	-2,8	5,5	8,1	3,9	-3,4
$\Pi$	4924	2314	171,7	24,9	10,6	4,2	3,4	0,2	0,8	0,9	-1,2
FBKF	15,5	13,9	14,6	16,7	19,0	19,9	17,9	18,0	19,3	19,9	17,8

Notas: G é a taxa de crescimento anual da economia,  $\Pi$  é a taxa de inflação anual e FBKF a formação bruta de capital fixo como proporção do PIB.

Fonte: IMF, International Financial Statistics.

A permanência da inflação e a profunda recessão (taxa de crescimento de -6,2% em 1989 – tabela 13) levaram à adoção de um novo plano econômico em janeiro de 1990. O *Plan Bonex* foi mais duro do que o anterior, levando as taxas de juros a níveis superiores aos da inflação, o que redundou em taxas reais de juros positivas que, entre abril e setembro de 1990, oscilaram entre 80% e 150% ao ano. O tratamento de choque ainda foi sentido na troca compulsória dos depósitos a prazo nos bancos por títulos de dívida pública dolarizados (os *Bonex*), pagáveis em 10 anos, com diferença cambial a favor do governo. Contrariamente ao plano anterior, o câmbio foi valorizado em 41% de

1989 para 1990. A recessão continuou e a inflação mostrava resistência à baixa; a taxa de crescimento da economia foi, em 1990, igual a  $-1,8\%$  e a inflação atingiu  $2314,7\%$ .

Em janeiro de 1991, é lançado o Plano de Convertibilidade que engloba a proibição por lei de mecanismos de indexação, a fixação de salários e tarifas públicas por tempo indeterminado, a aceleração da abertura comercial e a lei de convertibilidade, que fixou o câmbio em 10.000 austrais (moeda argentina da época) por dólar e, posteriormente (01/04/1991), fixou a taxa de câmbio em 1 dólar por peso (nova moeda). Mais do que isso, essa lei, em seu artigo 4, criava a exigência de uma cobertura de reservas internacionais de 100% para a base monetária, incluindo-se nas reservas do Banco Central seus outros ativos externos (além das divisas) e os títulos públicos emitidos em moeda estrangeira nele depositados<sup>39</sup>. O Plano de Convertibilidade se aproveitou da grande dolarização já atingida pela economia naquele momento. A tabela 14 mostra a evolução e a composição dos depósitos bancários. Esses dados evidenciam dois fatos importantes. Em primeiro lugar, a desmonetização que havia caracterizado a década de 80 é revertida pelo crescimento dos depósitos tanto em moeda nacional como em dólares, a partir de 1991<sup>40</sup>. Em segundo lugar, os dados mostram o maior crescimento dos depósitos em dólares, chegando em 1995 como o maior componente dos depósitos bancários.

Tabela 14: Composição dos depósitos bancários – Argentina (1988-1998) US\$ bilhões

	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998 <sup>1</sup>
Total	12,6	10,6	10,2	14,5	24,6	38,2	45	43,2	53,2	68,4	76,8
Em pesos <sup>2</sup>	90,2	88,5	72,2	55	55,5	52,8	-	45,7	46,9	46,4	44,9
Em US\$ <sup>2</sup>	9,8	11,5	27,8	45	45,5	47,2	-	54,3	53,1	53,6	55,1

1-dados até setembro.

2- como % do total.

Fonte: Hermann (2000: 35).

Os resultados do programa, em termos de estabilização são satisfatórios, pois a inflação é fortemente reduzida ( $171,7\%$  em 1991 e  $24,9\%$  em 1992) e as contas públicas

<sup>39</sup> Esse sistema de *currency board*, na prática, restringiu a atuação e a autonomia da política monetária, pois “com isso a expansão dos meios de pagamento em moeda nacional ficou restrita ao aumento das reservas e às alterações do encaixe bancário” (Cano, 2000: 138).

<sup>40</sup> Como o crescimento da oferta monetária, inalterado o encaixe bancário, só acontece se ingressarem reservas internacionais, o crescimento da entrada de capital externo (passa de US\$ 182 milhões em 1991 para US\$ 7576 milhões no ano seguinte) garante a remonetização e recuperação da intermediação financeira. Segundo Freitas e Prates (1998: 180), “o êxito do Plano de Convertibilidade dependeu, em grande medida, das novas condições vigentes nos mercados financeiros internacionais a partir do final da década de 80”.

apresentam uma melhora em virtude da forte redução dos juros reais em 1992-1993, com uma média anual de cerca de 13%, graças também à queda dos juros internacionais. Além disso, a arrecadação é elevada, não só pelas receitas do programa de privatizações<sup>41</sup>, mas também em virtude do forte crescimento econômico de 1991 (10,6%). Depois desse ano, os ganhos de estabilização no tocante à inflação foram se mantendo.

A maior parte da abertura comercial do período de reformas se processou entre 1989 e 1993 com a eliminação dos regimes de consulta prévia para importar – chegando praticamente a desaparecer em 1991 a necessidade de *permiso previo de importación* –, aumento de impostos sobre exportações e redução de subsídios tributários, com objetivos fiscais emergenciais. Em 1992 as exportações passaram a ser incentivadas novamente. Em outubro de 1990, foram retirados todos os ônus sobre importações de bens de capital e a redução das posições com restrição de importação de 2000 produtos para 25. As restrições foram totalmente eliminadas em janeiro de 1991.

A estrutura tarifária, por sua vez, também sofreu profunda alteração com a abertura comercial. A tabela 15 mostra a evolução dessa estrutura até meados de 1991.

Tabela 15: Evolução da estrutura tarifária – Argentina (1988-1991)

Mês\Ano	Início*	09/89	01/90	03/90	07/90	09/90	04/91
Tarifa média	28,86	26,46	16,36	15,47	18,45	17,29	9,73
Tarifa máxima	40	40	24	24	24	24	22
Tarifa mínima	5	0	0	0	5	5	0
Posições com tarifa máxima	2325	2311	3139	3020	3113	3821	3808
Posições com tarifa mínima	849	777	783	1419	795	926	5165

\*situação vigente em 1988.

Fonte: Damill e Keifman (1992: 119).

Deve-se ressaltar a consistente redução da tarifa média de importação, assim como a da tarifa máxima que sai de 40% no início do processo de abertura comercial para chegar a 22% em abril de 1991. A tarifa mínima de 5% foi eliminada, sendo que o número de posições nessa tarifa chega a impressionantes 5165 em abril de 1991. Nesse mesmo momento, é eliminada a *tarifa específica* que detinha entre 150 e 300 posições. Desde abril de 1991, rapidamente, as tarifas baixam ainda mais e são estratificadas em

<sup>41</sup> “O processo de privatização já tinha sido tentado pelo governo anterior (Alfonsín), só que mais timidamente e sem chegar a concretizar sua implementação” (Nefta, 1996: 162).

três grupos (0%; 11% e 22%), sofrendo posteriormente um reescalonamento em oito níveis crescentes que saíam de 0% até 20%, na razão de 2,5%. É preciso lembrar, como faz Cano (2000: 129), que em 1992 a crise brasileira fez com que o governo argentino tomasse medidas que levaram a tarifa média para cerca de 18%<sup>42</sup>.

A liberalização financeira externa foi ainda mais radical do que a abertura comercial. Segundo Bouzas (1996: 116), já no final de 1989 foram suprimidas todas as restrições sobre transações em divisas e investimento externo (seja investimento direto ou de carteira). De fato, esta segunda experiência de liberalização financeira é extremamente radical, levando o grau de abertura financeira a um nível bastante próximo do seu limite. Entretanto, esse processo não se deu de forma imediata em 1989. Conforme Hermann (2000: 12-13), podemos apontar as principais medidas nessa direção da seguinte forma:

- (a) *Lei de Emergência Econômica* (08/89): concedeu as mesmas condições de tratamento regulatório, creditício e tributário para o capital externo, sob a forma de investimento direto estrangeiro, que as possuídas pelo capital nacional;
- (b) *Lei de Reforma do Estado* (08/89): regulamentou as privatizações (incluindo bancos nacionais e de províncias), com incentivos à participação estrangeira no processo;
- (c) Normas do Banco Central que, em 07/89 e 03/91, regulamentam a captação de depósitos e operações de crédito em dólares pelos bancos argentinos e, em 12/89 e 04/91, a liberalização do mercado de câmbio;
- (d) *Plano/Lei de Convertibilidade* (03/91): proíbe a indexação de valores, permite os pagamentos em moeda estrangeira, institui o regime de *currency board*, estabelecendo a livre convertibilidade entre a moeda nacional e o dólar e autoriza a realização de contratos em moeda estrangeira<sup>43</sup>;
- (e) *Decreto de Desregulamentação do Mercado de Valores* (11/91): eliminou impostos e outras restrições às operações com títulos mobiliários<sup>44</sup>;

<sup>42</sup> Nesse momento também foram aplicadas salvaguardas e ações *antidumping* contra importações provenientes do Brasil.

<sup>43</sup> “Dessa forma, a desregulamentação do mercado de câmbio foi total. Não somente inexistem, agora, regulamentações de qualquer tipo para a compra e venda de divisas como, inclusive, não existem bons registros estatísticos das operações. Nesse contexto, o custo de ingresso e saída de capitais reduziu-se a quase zero” (Fanelli e Machinea, 1997: 150).

<sup>44</sup> A convertibilidade total da conta de capital foi obtida com a desregulamentação do mercado de capitais em 1991 (extinção do imposto sobre operações bursáteis e autorização para empresas e bancos emitirem *obligaciones negociables* em moeda estrangeira e *commercial papers*) e a adoção da *Lei de Anistia Fiscal* de 1992 (isenção de tributação à repatriação de recursos argentinos no exterior).

- (f) Nova Carta Orgânica do Banco Central (09/92): definiu sua independência, vetando sua atuação como financiador do Tesouro Nacional<sup>45</sup> e restringiu seu papel de prestador de última instância<sup>46</sup>;
- (g) autorização, no final de 1993, de ingresso de novas entidades financeiras (a regulamentação de não autorização já durava mais de 10 anos); e,
- (h) *Decreto* 146/1994: liberou e regulamentou a operação de instituições financeiras de capital estrangeiro, fornecendo-lhes tratamento regulatório idêntico às nacionais.

Este conjunto de medidas representa, de forma muito mais radical, a volta ao quadro institucional existente no final dos anos 70, ou seja, abertura financeira com concentração de capital financeiro, a existência de bancos universais que operam sem restrições de mercado, e a desnacionalização. A participação dos bancos privados estrangeiros no ativo total do sistema argentino sai de 39,9% no fim de 1996 para 51,2% em setembro de 1998 (Hermann, 2000: 38).

Com isso tudo e, principalmente, o perfil dolarizado que assume o sistema financeiro argentino, eleva-se a fragilidade financeira de suas instituições e, portanto, a vulnerabilidade externa do país. Em 1995, por exemplo, o efeito *tequila* proveniente da crise mexicana de dezembro de 1994 reduziu drasticamente a entrada de capital (caiu de US\$ 9,3 bilhões em 1994 para míseros US\$ 540 milhões no ano seguinte), o que provocou uma forte pressão cambial com elevação da fragilidade das instituições financeiras e um ajuste interno recessivo (taxa de crescimento de -2,8% em 1995)<sup>47</sup>. Essa extrema dependência do capital externo faz com que a economia argentina apresente um ciclo de crescimento bastante instável, ora com taxas muito positivas, ora com retrocessos expressivos (tabela 13). Como afirmam Freitas e Prates (1998: 181), “a vulnerabilidade do sistema financeiro argentino à reversão dos fluxos de capitais, intrínseca ao regime de convertibilidade, é agravada pela liquidez dos depósitos em dólares (e pesos) e pela concentração dos empréstimos em setores non-tradables, que ampliam a exposição das carteiras dos bancos às desvalorizações cambiais”.

<sup>45</sup> Nesse sentido, foi proibido o financiamento monetário do déficit público e restringida a venda de títulos públicos a um montante não superior a 1/3 das reservas do banco e com um limite de 10% para o seu incremento anual (Cano, 2000: 130).

<sup>46</sup> Foi suprimida a garantia oficial de depósitos e limitada severamente a concessão de redesconto e empréstimos para instituições financeiras.

<sup>47</sup> Em 1999, essa situação se repetiria. A taxa de crescimento da economia nesse ano foi de -3,3%, refletindo tanto os efeitos da crise russa no final do ano anterior, como da crise cambial brasileira de janeiro de 1999, sendo que o Brasil é o principal parceiro comercial da Argentina no Mercosul.



Como efeito do processo de liberalização financeira externa, ocorreu no país uma forte entrada de capitais, sendo que, entre 1991 e 1994, essa entrada totalizou US\$44 bilhões, dos quais apenas US\$ 12 bilhões como investimento direto estrangeiro e, destes, US\$ 5,3 bilhões destinados a privatizações. A abertura comercial, em conjunto com a forte valorização do câmbio real<sup>48</sup> - consequência tanto do regime de câmbio nominal fixo como da livre entrada de capitais externos – fizeram com que as importações quintuplicassem entre 1990 e 1994. Como decorrência dos déficits comerciais e da conta de serviços, o déficit em transações correntes como proporção do PIB passou de 2,4% em 1992 para 3,6% em 1994 e 4,8% em 1998.

Em outras palavras, o processo de abertura externa na Argentina da década de 90, aprofundado e agravado por um regime de câmbio nominal fixo, levou a déficits crônicos em suas contas externas, ao aumento do endividamento externo público e privado, que passa de US\$ 62 bilhões em 1990 para US\$ 79,5 bilhões quatro anos depois, sendo que a parcela do setor público, no mesmo período, sai de US\$ 49 bilhões para US\$ 61 bilhões<sup>49</sup>, e à volatilidade nas taxas de crescimento da economia. O valor médio da taxa de crescimento entre 1989 e 1999 foi inferior a 3% ao ano<sup>50</sup>, mas o que é mais indicativo é o fato de que os anos recessivos (1995 e 1999) foram justamente aqueles em que o capital externo mais se retraiu, evidenciando a fragilidade e vulnerabilidade externas da Argentina, que provocam uma forte restrição externa ao seu crescimento. Isto em termos distributivos também trouxe seus efeitos. Se a distribuição de renda tem sido regressiva nos últimos 25 anos, no último período ela regrediu mais ainda, pois, entre 1990 e 1998, a participação dos 20% mais pobres passa de 5,7% da renda para 4,2%, e a dos 20% mais ricos de 50,8% para 53,2% (Cano, 2000: 151).

Apesar do agravamento da situação, o governo argentino parecia decidido a manter a convertibilidade e o grau de abertura externa, dez anos após o início do projeto neoliberal. No início de 2001, o governo chegou a anunciar um projeto para flexibilizar o regime cambial do país onde a cotação do peso passaria a ser igual a 50 centavos de dólar somados a 50 centavos de euro. Chegou também a ser anunciado um sistema

<sup>48</sup> Portugal (1995: 209) estima que a maior parte da valorização do câmbio real na década de 90 se deu entre 1989 e 1990, isto é, antes do Plano de Convertibilidade, o que permite estabelecer que a forte entrada de capital externo tem muito mais responsabilidade na deterioração desse preço relativo do que o estabelecimento do câmbio nominal fixo. Segundo suas estimativas, utilizando o IPC, a taxa de câmbio real sai de 202,42 em 1989 para 100 em 1990 (ano base de sua estimativa), chegando em 1994 a 54,29.

<sup>49</sup> “A despeito das privatizações, entre 1989 e 1996, a dívida externa do governo aumentou em 17,6 bilhões de dólares e a do setor privado em 16,8, sofrendo, juntas, um aumento de 53% no período” (Cano, 2000: 128).

<sup>50</sup> Em 2000 a taxa de crescimento foi mais pífia ainda, atingindo 0,6%.

cambial diferenciado para as transações comerciais e as financeiras. Entretanto, o compromisso com a convertibilidade ainda era afirmado explicitamente. Isto continuou impondo dois problemas para o país. O primeiro foi a manutenção de sua total inexistência de soberania no manejo da política econômica, o que não apareceu como um grande problema para os seus governantes. O segundo foi, como conseguir crescer e, ao mesmo tempo, obter reservas para manter o câmbio estável? Se o Banco Central argentino não pode emitir dólares e o FED americano não acenou para a incorporação de um novo “Porto Rico” aos seus Estados Unidos, a Argentina só teria duas saídas: vultosos saldos positivos na balança comercial ou continuidade da entrada de capital externo para financiar suas contas. A primeira alternativa não se mostrou muito promissora, não só pelos efeitos deletérios da abertura comercial, mas também pela valorização cambial que a Argentina sofreu em relação a seus principais parceiros comerciais. A segunda alternativa tampouco se mostrou sustentável, uma vez que a pergunta relevante ainda estava presente: até quando os investidores externos aceitariam financiar um país com superendividamento externo, déficits estruturais em transações correntes e restrição externa ao crescimento?

A eclosão da crise, inclusive na esfera institucional, em novembro de 2001 mostrou que o experimento neoliberal argentino fracassou rotundamente.

Em janeiro de 2002, o país foi obrigado a abandonar oficialmente a lei que impunha a paridade entre o dólar e o peso. Inicialmente, foi anunciado um sistema de câmbio duplo com uma taxa fixa para comércio exterior e pagamento da dívida externa federal, e outra flutuante para as demais operações (turismo, poupança e importação de bens de consumo). Ao longo do ano, a incapacidade do país em honrar seus compromissos externos e a crise que se desenvolveu por conta da insuficiência de dólares no sistema bancário, frente à demanda dos correntistas, que desejavam retirar seus saldos em dólares, conformou uma intensa crise cambial e financeira no país. Qualquer atitude frente a essa crise não escapará de altos custos econômicos e sociais para o país que, sem dúvida alguma, devem ser debitados em qualquer balanço geral que se faça das políticas neoliberais na América Latina. Saliente-se que, entre outras coisas, a crise já deixa, em meados de 2002, cerca de 25% da população desempregada e 51% da mesma vivendo em condições de pobreza.

### 2.3.3- México: mais um experimento no início da década de 90

Apresentado como caso exemplar de um suposto sucesso na aplicação das políticas neoliberais, chegando até à indicação do cargo máximo da OEA para seu presidente Salinas, o México passou a ser referência dos resultados que essas políticas promovem. Ao invés de um exemplo de sucesso, como queriam os defensores e ideólogos do neoliberalismo, o México demonstrou, mais uma vez, a fragilidade e vulnerabilidade externas como consequência de um processo radical de abertura externa, processo que culminou com a grave crise de dezembro de 1994.

Este país começou a implementar este tipo de política após passar pela crise da dívida externa no início da década de 80. O ano de 1982 representou não apenas uma exacerbação da crise, mas também uma profunda modificação na estratégia de desenvolvimento. O governo de López Portillo, entre 1979 e 1982, pode ser entendido como “a transição de uma postura mais nacionalista para outra francamente mais atrelada à política dos EUA, mais conservadora, fechando acordos com o FMI e colocando como eixo central da política econômica a opção pelo petróleo, ainda que para isso tivesse sido necessário um endividamento externo. A gestão Portillo representou, então, o fim de um processo de políticas de industrialização *substitutivas de importações* e o início – frustrado pela crise – de uma política liberalizante” (Cano, 2000: 408-409 – *italico original*).

A gravidade da crise em 1982 levou à suspensão do pagamento do serviço de uma dívida externa que passou de US\$ 40 bilhões em 1980 para US\$ 90 bilhões dois anos depois. Para piorar a situação, ocorreu uma reversão abrupta da taxa de crescimento da economia, que passa de 8,8% em 1991 para -0,6% em 1982, a explosão inflacionária que sai de 28,7% em 1981 para atingir 98,8% no ano seguinte. Além disso, o desequilíbrio financeiro do setor público se torna crônico quando em 1982 o déficit público como proporção do PIB atinge 17%. A gravidade dessa crise fez com que as reformas liberalizantes fossem adiadas, com exceção do programa de desestatização, e as políticas de estabilização passassem a ser a prioridade na agenda do novo governo empossado em novembro de 1982.

Autores como Paula (1994) e Ferreira (1994) dividem a implementação das políticas de estabilização em duas fases<sup>51</sup>. A primeira compreenderia o período entre 1982 e 1987, englobando tanto as medidas emergenciais de 1982 para fazer frente à crise da dívida, como o Plano Imediato de Reordenação Econômica (PIRE). As políticas executadas para contornar a insolvência externa foram:

- (a) reestruturação da dívida externa e estabelecimento de um novo calendário para o pagamento do seu serviço (que voltou a ser pago em 1983);
- (b) o Estado assume os passivos privados, inclusive com a nacionalização dos bancos em 01/09/1982<sup>52</sup>;
- (c) ajuste fiscal englobando a redução do gasto e do investimento públicos, assim como o reajuste de preços públicos;
- (d) imposição em setembro de 1982 de controles cambiais e estabelecimento do câmbio dual, com um câmbio *controlado* para o comércio e para a dívida externa, e um câmbio *livre* para as demais operações;
- (e) criação de um licenciamento prévio de importações e suspensão temporária dos pagamentos em dólares dos depósitos bancários nacionais nessa moeda.

Tabela 16: Balanço de pagamentos – México (1982 – 1988) em US\$ milhões

Conta	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988
Exportações	21230	22312	24196	21663	16031	20655	20657
Importações	14437	8550	11255	13212	11432	12222	18905
Balança comercial	6793	13762	12941	8451	4599	8433	1752
Transações correntes	-4878	5403	4194	1130	-1673	3968	-2905
IDE <sup>1</sup>	1655	461	390	491	1160	1796	1726
Investimento de portfólio	946	-653	-756	-984	-816	-397	1929
Variação de reservas	3470	-2183	-2355	2972	232	-5684	6789

1-Investimento direto estrangeiro.

Fonte: IMF, International Financial Statistics.

A política cambial também foi utilizada como forma de enfrentar o problema externo, com a taxa de câmbio sofrendo uma desvalorização entre o início de 1982 e o

<sup>51</sup> Landau (1991) prefere uma divisão em três fases para apontar o início do governo Salinas de Gortari em 1989 como uma fase específica, quando procurou-se, além de garantir a estabilidade econômica, a retomada do crescimento e a renegociação da dívida.

<sup>52</sup> “A profundidade da crise do sistema financeiro levou o governo a estatizá-lo: assim 56 instituições (principalmente bancos e suas empresas coligadas) passaram ao acervo público em setembro de 1982” (Cano, 2000: 417).

final de 1984, sendo que o câmbio *controlado* continuou sendo desvalorizado até 1987 através de um “deslizamento” diário<sup>53</sup>. Ainda que as desvalorizações tenham incrementado a carga financeira sobre o gasto público e a fragilidade financeira dos agentes endividados em dólar, essas medidas contribuíram para controlar o desequilíbrio externo, como mostra a tabela 16.

De cunho ortodoxo, mas mantendo alguns elementos heterodoxos como o controle de câmbio e de importações, o PIRE procurou obter um ajuste gradual da conta corrente, um ajuste fiscal e a redução da inflação, utilizando para isso os instrumentos de rigidez na política fiscal (o imposto sobre valor agregado, por exemplo, passou de 10% para 15%), tetos para expansão do crédito interno e um maciço programa de privatizações. Dessa maneira, em termos de seus objetivos, o programa pode ser considerado relativamente bem sucedido, uma vez que o déficit em transações correntes saiu de cerca de US\$ 5 bilhões em 1982 para um superávit de quase US\$ 4 bilhões em 1987 (tabela 16). O déficit primário do setor público, que atingiu 3,9% do PIB em 1982, passou para um superávit de 4,7% do PIB em 1987, e o déficit operacional de 5,2% do PIB, no início desse mesmo período, se transformou em superávit de 1,2% do PIB (Landau, 1991: 08).

Entretanto, o governo de Miguel de la Madrid (1982-1987) não conseguiu esses resultados sem custos. A tabela 17 apresenta esses custos.

Tabela 17: Indicadores macroeconômicos – México (1982-1988) em %

Indicador	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988
Crescimento	-0,6	-4,2	3,6	2,6	-3,8	1,4	1,1
Crescimento per capita	-2,2	-7,4	1,3	0,2	-5,9	-0,9	-1,1
Taxa de juros ao ano	73,62	77,02	62,83	69,33	112	155,14	78,4
Taxa de inflação	98,8	80,8	59,2	63,7	105,7	159,2	51,7
Investimento / PIB	22,9	17,5	17,9	19,1	19,4	18,4	19,1
Taxa de desemprego	4,2	6,6	5,7	4,4	4,3	3,9	3,6

Fonte: IMF, International Financial Statistics e CEPAL.

<sup>53</sup> Mesmo assim, a taxa de desvalorização se manteve abaixo da inflação, de forma que “entre meados de 1983 e dezembro de 1984 a taxa de câmbio [real] controlada e livre se apreciou, respectivamente, em torno de 20% e 30%” (Paula, 1994: 45).

Os dados para o crescimento e o crescimento per capita da economia mexicana mostram claramente a estagnação econômica do período, o que é facilmente explicado pela manutenção de altas taxas reais de juros no período e pela redução do investimento como proporção do PIB. Só o investimento público, que representava 12,1% do PIB em 1982, caiu para 5% do PIB. Além disso, o consumo caiu de 75% do PIB em 1982 para 73% em 1988. Levando em conta a reversão do déficit público, o último componente da demanda agregada, o saldo comercial, era o único que poderia sustentar um certo crescimento econômico. Entretanto, os saldos positivos obtidos foram utilizados para o pagamento da dívida externa, de forma que a sangria de recursos para o exterior consumiu pouco mais de 6% do PIB ao ano entre 1982 e 1988 (Cano, 2000: 427).

A taxa de desemprego, que se elevou ao longo do período, recuou até atingir 3,6% em 1988. Contudo, a taxa de informalidade no mercado de trabalho passa de 24,2% para 36%, em muito por causa do grande crescimento do emprego na indústria *maquiladora*, frente ao fechamento de postos na indústria *não maquiladora*. Em termos distributivos, os 20% mais pobres, que em 1984 recebiam 2,9% da renda passam a receber, em 1989, 6,2% (Cano, 2000: 422). Os salários como proporção do PIB, por sua vez, passam de 35% em 1982 para meros 15,8% em 1988!

Não bastasse isso, a explosão inflacionária em 1986 e 1987 (tabela 17), muito por conta das desvalorizações do período e da revisão dos preços públicos, provocou uma guinada da política de estabilização. Em dezembro de 1987, Miguel de la Madrid propôs o Pacto de Solidariedade Econômica (PSE), que aglutinou medidas ortodoxas e heterodoxas. Às primeiras pertenceram o corte de crédito e de oferta monetária, a aceleração da abertura comercial e das privatizações, e o enxugamento do Estado com a dispensa de funcionários, desestatização e extinção de entidades públicas<sup>54</sup>. O caráter heterodoxo do PSE se deu por uma política “*concertada*” de rendas, onde governo, empresários e trabalhadores se comprometiam a manter um controle temporário sobre preços e salários. Especificamente, concedeu-se um aumento salarial único no início do PSE e estabeleceu-se o compromisso de indexar os salários à inflação, a partir de março de 1988, compromisso este não efetivado na prática. A taxa de câmbio *controlada* foi ajustada para acabar com o ágio existente no câmbio livre, sofrendo desvalorização de 22% em 16/12/1987, e sendo fixada até 1989<sup>55</sup>. A utilização da taxa de câmbio como

<sup>54</sup> O detalhamento dessas medidas pode ser encontrado em Landau (1991) e Paula (1994).

<sup>55</sup> Segundo Cano (2000: 49), o PSE praticaria, a partir de março de 1988, uma indexação descendente de preços, salários e câmbio, mas, com os resultados obtidos até aquele momento, resolveu-se pelo congelamento informal desses preços, sendo que os salários tiveram um pequeno reajuste de 3%.

âncora da estabilização foi possibilitada pela existência de reservas cambiais na ordem de cerca de US\$ 14 bilhões no início do plano, posteriormente acrescidas pelo ingresso de capital externo pós-liberalização financeira.

Com o início do governo Carlos Salinas de Gortari em 1989, e a inflação substancialmente reduzida – ela passou de quase 160% em 1987 para 51% em 1988 – manteve-se o principal do PSE, mas estabeleceu-se o Pacto pela Estabilidade e de Crescimento Econômico (PECE) com três objetivos adicionais: (i) liberalização de preços; (ii) retomada do crescimento; e, (iii) renegociação da dívida externa. A idéia da política era a da estabilidade macroeconômica com redução do papel do Estado e o crescimento encabeçado pelo setor privado, ou seja, uma vez conseguida uma certa estabilização<sup>56</sup>, o processo de abertura externa e desregulamentação interna garantiria a retomada dos investimentos externos e internos e, portanto, o crescimento econômico.

Entretanto, para que isso fosse feito, era necessário que o país voltasse a acessar os mercados de capitais internacionais, o que só seria possível com uma renegociação da dívida externa. Essa renegociação se deu sob os moldes do Plano Brady<sup>57</sup> e foi concluída entre 1989 e 1990.

O processo de abertura externa, antes da liberalização financeira, já vinha sendo implementado com a abertura comercial. A gravidade da crise no início dos anos 80 fez com que as licenças prévias para importação, entre 1981 e 1982, passassem a atingir 100% das importações, a tarifa média sobre as mesmas chegasse a 27% (16,4% ponderado pela produção doméstica), e a amplitude tarifária se definisse pelo intervalo 0% e 100%, existindo 16 níveis tarifários. Entretanto, esse quadro foi prontamente revertido e o processo de abertura comercial teve seu início já em 1984 quando essas licenças para importações atingem 83% do total destas. Como a aceleração da abertura comercial se dá em 1985, autores como Paula (1994) e Ten Kate (1992) identificam esse ano como o início do processo, mas a sua concepção já estava delineada e os seus primeiros passos foram dados antes<sup>58</sup>. Uma vez que o sistema de proteção à indústria

<sup>56</sup> “O México tinha conseguido conter a inflação de princípios da década de 90 mediante uma estratégia ortodoxa, que incluiu a eliminação do déficit fiscal, a liberalização do comércio e a aplicação de restrições monetárias” (Ramírez de la O, 1996: 27).

<sup>57</sup> “Na essência, o Plano Brady provia alívio por meio da reestruturação das dívidas para com os bancos comerciais a taxas de juros mais favoráveis e por meio da possibilidade de securitizar essas dívidas por títulos de renda fixa” (Botaro, 2001: 56). O México foi o primeiro beneficiário das renegociações da dívida externa sob a forma do Plano Brady, e concluiu seu refinanciamento conseguindo renegociar mais da metade dos US\$ 48,5 bilhões que totalizavam a sua dívida externa no final de 1989.

<sup>58</sup> “O governo mexicano inicia a partir de 1983 uma nova política de comércio exterior. Transita-se rapidamente de uma política protecionista de importações para uma política de liberalização comercial.

mexicana se baseava em controles quantitativos (quotas e permissões prévias de importação), tarifas nominais elevadas e um sistema de preços oficiais de importação, que serviam para o cálculo do valor tarifário mínimo e para evitar subfaturamento, a abertura comercial mexicana se traduziu na redução da incidência desses mecanismos no total das importações, como mostra a tabela 18.

Tabela 18: Evolução do regime de proteção mexicano (1980-1991)

Mês / Ano	Incidência de permissão prévia à importação <sup>1</sup>	Tarifa média (%) <sup>2</sup>	Incidência de preços oficiais de importação <sup>1</sup>
04/1980	64	22,8	13,4
06/1985	92,2	23,5	18,7
12/1985	47,1	28,5	24,4
06/1986	46,9	24	19,6
12/1986	39,8	24,5	18,7
06/1987	35,8	22,7	13,4
12/1987	25,4	11,8	0,6
06/1988	23,2	11,0	0
12/1988	21,3	10,2	0
06/1989	21,8	12,6	0
12/1989	19,8	12,5	0
06/1990	19,6	12,5	0
12/1990	17,9	12,4	0
12/1991	-	12,0	0

1-% do total de importações

2-ponderada pela produção doméstica.

Fonte: Ten Kate (1992) e Agosin e Ffrench-Davis (1993).

Deve-se destacar que a tarifa média sobre importações começa a cair em 1984, mas são reajustadas em 1985 para compensar a redução significativa das licenças para importação. Os preços oficiais de referência de importações também passam a atingir uma proporção maior das importações em 1985 para compensar o primeiro efeito<sup>59</sup>. A partir daí, entretanto, os três mecanismos de proteção passam a ser reduzidos. Em julho de 1985, foram eliminados os controles quantitativos para um grande número de posições, sendo que só 908 de um total de 8000 posições ficaram sob controle, a maioria referente a bens de consumo final (Ten Kate, 1992: 67). No início de 1986 foi abolida a tarifa de 100% e a tarifa máxima passou a ser de 50%. Em março do mesmo

que objetiva o incremento e a diversificação das exportações e uma maior competitividade da planta produtiva” (Urdiales, 1991: 18).

<sup>59</sup> Essa compensação nas medidas é o que parece fazer com que Paula (1994) e Ten Kate (1992) identifiquem o ano de 1985 como o marco inicial do processo de abertura comercial.



ano foi anunciado um cronograma de redução tarifária para que a tarifa máxima chegasse a 30% até outubro de 1988, em quatro fases. O processo todo se dá de forma que a abertura comercial estava praticamente concluída em 1988, sendo que a partir daí foram feitos alguns ajustes, como a pequena elevação tarifária para compensar a redução de outras restrições não-tarifárias. Uma das características da abertura mexicana é o fato de que o número de categorias de tarifas reduziu-se de 16 em 1982 para apenas 5 em 1990.

A entrada do México no GATT em meados de 1986, embora não tenha implicado em mudança de sua política comercial, uma vez que o país já tinha ido mais além na abertura comercial do que o estipulado pelo GATT, representou uma “amostra por parte das autoridades mexicanas de sua firme intenção de levar o programa de abertura a suas últimas conseqüências, sem possibilidade de volta atrás” (Ten Kate, 1992: 67). A incorporação do México no NAFTA, em janeiro de 1994, possui o mesmo significado, sendo que o país se comprometia a seguir reduzindo tarifas frente aos EUA e Canadá, a aprofundar o processo de liberalização para os setores de serviços e a dar maior abertura aos movimentos de capital.

No que se refere à liberalização financeira externa, o processo de abertura começou a ser implementado posteriormente. O período entre 1982 e 1988, a reforma financeira limitou-se à adequação frente as mudanças internacionais. Sobre esse período Cano (2000: 421-422) afirma que, apesar da exclusividade do governo para a atividade bancária, fruto da reforma constitucional de 1983, “já se permitiria aos bancos a emissão de aceites com taxas e prazos livres, redução do controle sobre taxas passivas, diminuição da alocação dirigida para o crédito”. Entretanto, é só com a lei bursátil de dezembro de 1989 que o processo de liberalização financeira é de fato posto em marcha. Esta lei ampliou o acesso do investimento estrangeiro ao mercado de ações, possibilitando-lhe a aquisição de ações do tipo que garantem (ou podem garantir) o controle de capital; essas ações, anteriormente, eram exclusividade para investidores nacionais.

O elemento central da liberalização da conta de capital mexicana foi a abertura do mercado de títulos públicos. A proibição de aquisição desses títulos por não-residentes que vigorava desde 1980 foi eliminada em 1990. Em maio desse mesmo ano, foi instituída uma taxa única de 1% (“selo fiscal”) sobre repatriação dos recursos aplicados no exterior. O regime de câmbio dual, vigente desde 1982, foi abolido em novembro de 1991 e, um mês depois, foram autorizadas as negociações com

*Certificados de la Tesoreria (Cetes)*, que são títulos do governo denominados em pesos, além de terem sido liberalizadas as aplicações em títulos privados de renda fixa.

No que diz respeito à conversibilidade entre moedas, a liberalização financeira externa também foi aprofundada. Se no período entre 1986 e 1991 os depósitos em moeda estrangeira eram permitidos só para empresas localizadas na fronteira com os EUA, em 1991 esses depósitos foram liberados para pessoas físicas dessas localidades e pessoas jurídicas mexicanas em geral. Dois anos depois, as condições de acesso para não-residentes a estes depósitos foram liberalizadas<sup>60</sup>. Ainda foi autorizada a emissão de títulos denominados em moeda estrangeira, isto é, com cobertura cambial (como os *Tesobonos*, que têm um prazo de apenas 1 a 3 meses e são indexados em dólar), e de *Certificados de Depósito Bancário* denominados em dólar.

Já o marco regulatório do capital estrangeiro no tocante aos bancos também foi liberalizado. Em julho de 1990 foi promulgada uma nova lei das instituições de crédito flexibilizando as condições de acesso para as instituições estrangeiras. Especificamente, estabeleceu-se que as sucursais podiam transacionar apenas com não-residentes e autorizou-se uma participação minoritária estrangeira no capital social das corretoras. Em abril de 1994, em face da entrada para o NAFTA, foi autorizada a abertura direta de filiais de bancos e corretoras americanos e canadenses. Tudo isso se deu em meio à reprivatização dos bancos entre 1990 e 1992<sup>61</sup>. A participação estrangeira no sistema financeiro mexicano não cedeu nem no período pós-94 (ano da crise), sendo que em dezembro desse ano 1,2% do total de ativos era de propriedade estrangeira e três anos após essa proporção já estava em 19,9%.

Esse processo de abertura externa provocou vários efeitos deletérios sobre a economia mexicana. O endividamento externo privado, por exemplo, teve um crescimento de 170% entre 1988 e 1994, sendo que só a dívida externa bancária nesse período foi acrescida em US\$ 18 bilhões. A forte entrada de capitais externos, fenômeno que se acelerou a partir de 1991 (tabela 19), no período entre 1990 e 1993, se efetivou 21% na forma de investimento direto e 67% na forma de investimento em carteira (Griffith-Jones, 1996: 156); só no ano de 1993, o investimento externo em portfolio superou o investimento direto estrangeiro em 6,5 vezes ! Deve-se ressaltar que

<sup>60</sup> “Apenas representações oficiais dos governos estrangeiros, organismos internacionais e pessoas físicas estrangeiras que prestam serviços a essas instituições podem abrir contas em moeda estrangeira no México” (Freitas e Prates, 1998: 177).

<sup>61</sup> “O processo de rápida liberalização da conta de capitais coincidiu com um processo de reprivatização dos bancos” (Griffith-Jones, 1996: 153).

o investimento de portfólio passa a superar o investimento direto estrangeiro exatamente quando a liberalização financeira externa é intensificada no governo Salinas.

Tabela 19: Balanço de pagamentos – México (1989-1997) em US\$ bilhões

Conta	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Exportações	35,1	40,7	42,7	46,2	51,9	60,9	79,5	96,0	110,4
Importações	34,7	41,6	49,9	62,1	65,3	79,3	72,4	89,4	109,8
Saldo comercial	0,4	-0,88	-7,2	-15,9	-13,4	-18,4	7,1	6,6	0,62
Transações correntes	-5,8	-7,4	-14,8	-24,4	-23,4	-29,6	-1,5	-2,3	-7,4
Investimento direto estrangeiro	2,7	2,5	4,7	4,4	4,4	10,9	9,5	9,2	12,4
Investimento de portfólio	0,35	3,3	12,7	18,0	28,9	8,2	-9,7	13,4	5,0
Conta de capital	4,7	8,4	25,1	27,0	33,7	15,7	-10,4	6,1	18,9

Fonte: IMF, International Financial Statistics e Huerta (2000: 57) para a conta de capital.

A forte entrada de capital externo, em conjunto com a utilização da taxa de câmbio como âncora da estabilização, provocou uma significativa apreciação real do câmbio (tabela 20). Isto, aliado ao amplo processo de abertura comercial, resultou nos déficits comerciais que ocorreram no período 1990/1994.

Tabela 20: Indicadores macroeconômicos – México (1989-1998) em %

Indicador	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Crescimento	3,3	4,4	3,6	2,6	0,6	3,5	-6,2	5,2	6,8	4,8
Crescimento per capita	1,3	2,4	1,7	0,9	-1,5	1,5	-7,5	3,8	4,9	2,8
Inflação anual	19,7	29,9	18,8	11,9	7,7	6,5	5,2	27,7	15,7	18,6
Poupança interna <sup>1</sup>	-	20,3	18,7	16,6	15,1	14,7	19,4	20,4	21	20,6
Taxa real de câmbio <sup>2</sup>	95	90	82	76	72	74	110	96	86	85
Taxa de desemprego	-	-	2,7	2,8	3,4	3,7	6,2	5,5	3,7	3,2

1-como proporção do PIB.

2-deflacionado pelo IPC e com 1988=100 (a redução do índice indica apreciação).

Fonte: IMF, International Financial Statistics e CEPAL, Anuário Estadístico de América Latina y El Caribe.

A significativa diferença entre os déficits na balança comercial e em transações correntes durante todo o período evidencia o pesado déficit na conta de serviços, consubstanciado na elevada magnitude das remessas de juros e dividendos e pagamentos de juros. Esses déficits externos crônicos eram cobertos por mais ingresso de capitais, que implicaram em maiores remessas de lucros (no caso de investimento

direto estrangeiro ) e pagamento de juros (empréstimos externos), e no crescimento do passivo externo; entre 1990 e 1994 o passivo externo líquido elevou-se em US\$ 92 bilhões (Ffrench-Davis, 1997: 30). A crônica incapacidade de cobrir o déficit em transações correntes, que, em relação ao PIB, sai de 1,5% em 1988 para 3,0% em 1990, 5,1% em 1991 e 7,7% três anos depois, se tornou um círculo vicioso que desembocou na grave crise cambial de dezembro de 1994<sup>62</sup>.

Essa crise já deveria ter acontecido em princípios do ano, mas o governo cobriu o déficit externo com reservas monetárias, contraindo empréstimos de curto prazo. Ao longo desse ano, ocorreram seis ataques especulativos contra a moeda mexicana, sendo que a tentativa do governo de desvalorizar o câmbio em 15,6% em dezembro levou a uma fuga em massa dos capitais externos e ao esgotamento das reservas. A variação destas em 1994 foi de - US\$ 18,9 bilhões.

Tabela 21: Investimentos estrangeiros em dívida pública  
México (1991-1996) em US\$ bilhões\*

Obrigações do governo	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Cetes	3,0 (54)	9,2 (64,3)	15,4 (70,2)	2,5 (12,3)	2,8 (82)	3,0 (89,2)
Tesobonos	0,3 (4,7)	0,2 (1,4)	1,3 (5,9)	17,4 (85)	0,2 (5,6)	-
Outras	2,2 (41,3)	4,8 (34,3)	5,2 (23,9)	0,6 (2,7)	0,4 (12,4)	0,4 (10,8)
Total	5,5	14,2	21,9	20,5	3,4	3,4

\*os número entre parênteses mostram a proporção em relação ao total.

Fonte: Freitas e Prates (1998: 182).

Esses problemas de financiamento externo levaram a uma queda no PIB de 6% , a uma forte depreciação de sua moeda e a um repuxo inflacionário no ano seguinte (tabela 20). A crise cambial ainda foi complicada por dois fatores. O primeiro foi o encurtamento e dolarização da dívida para atrair investidores no início de 1994. Os títulos do governo denominados em pesos (*Cetes*) foram sendo substituídos por títulos com cobertura cambial (*Tesobonos*). Estes últimos passaram de US\$ 1,3 bilhão em 1993 para US\$ 17,4 bilhões em 1994 (tabela 21). O segundo fator complicador foi o crescimento da postura especulativa de bancos e instituições financeiras nos mercados

<sup>62</sup> Existe uma vasta literatura sobre a crise mexicana de 1994, dentre a qual podemos destacar González (1995), Bacza (1997), Chesnais (1999b), Ramírez de la O (1996), Ffrench-Davis (1997), Bejar (1995) e Huerta (2000).

cambiais, o que provocou o aumento do endividamento privado e da fragilidade do sistema financeiro<sup>63</sup>.

Para tentar socorrer a economia mexicana foi montado um pacote de ajuda, sob a supervisão americana, de mais de US\$ 50 bilhões, dos quais US\$ 20 bilhões dos EUA, US\$ 17,8 bilhões do FMI (com prazo de 5 anos) e US\$ 10 bilhões do BIS. As exigências americanas para efetivar o pacote reuniam faturas das exportações mexicanas de petróleo, depositadas em conta no FED como garantia, a continuação da implementação do reccituário de políticas do FMI e o pagamento de todas as despesas inerentes ao pacote. Apesar de apenas pouco mais de US\$ 11 bilhões terem sido utilizados, “a dívida externa, acrescida pela abertura, passa (em US\$ bilhões) de 102 em 1987 para 131 em 1993, disparando para 166 em 1995. Tal aumento foi possibilitado justamente pelo socorro dos EUA e do FMI, que permitiram ao México voltar ao mercado financeiro internacional para (...) reendividar-se ainda mais” (Cano, 2000: 444).

A crise de dezembro de 1994 foi o ponto culminante de uma experiência que vinha sendo mostrada como a prova definitiva de que os países periféricos deveriam implementar políticas claras de abertura externa para poderem sustentar períodos consistentes de desenvolvimento. Três anos antes da crise, Landau (1991: 24-25, *itálicos não originais*) afirmava que “pelos resultados obtidos até hoje, a política de estabilização mexicana se transformou em exemplo de sucesso de *ajustamento à crise externa* e de combate à inflação” e, mesmo, com os dados já piorando, “não resta dúvida, porém, de que a relativa estabilidade macroeconômica alcançada, após sete anos de ajuste, criou ambiente propício para a *recuperação dos investimentos e a retomada do crescimento*”. Ten Kate (1992: 76), por sua vez, entendia o caso mexicano como um *wirtschaftswunder* (milagre econômico).

O fracasso dos ensaios chileno e argentino de 12 anos antes parece não ter sido suficiente para evidenciar que a abertura externa tende a provocar problemas de financiamento das contas externas e a conseqüente vulnerabilidade externa da economia. A inevitável crise mexicana de 1994 cumpriu o papel de tentar relembrar estes efeitos para os arautos da abertura externa. É bem verdade que alguns autores, como Griffith-Jones (1996), não atribuem a crise à natureza do processo de abertura, mas à velocidade como ele é implementado. A estes autores deve-se lembrar que o PIB

<sup>63</sup> Sendo assim, o caso mexicano combinou uma ampliação do endividamento público, da fragilidade financeira dos bancos, com a vulnerabilidade externa da economia.

per capita do México entre 1982 e 1996 caiu 0,6% ao ano em média, frente a um crescimento médio de 3,3% ao ano entre 1950 e 1981, e que o déficit em transações correntes em 1998 já superava os US\$ 15 bilhões, voltando aos níveis do início da década. Além disso, o salário mínimo real de 1997 correspondia a 55,3% do de 1988, sendo que este era igual a apenas 55,2% do que vigorava em 1980! (Cano, 2000: 452). Ou seja, o processo de abertura externa no México produziu, assim como nos outros casos, um regime de baixas taxas de crescimento e de concentração de renda, além de majorar a possibilidade de crises financeiras e/ou cambiais que, neste caso específico, transbordaram a barreira da possibilidade e se tornaram uma necessidade.

As desastrosas experiências de abertura externa do Chile, México e Argentina - este último tanto na década de 70 como na de 90 - não parecem ter servido de exemplo. Na década de 90, um neoliberalismo tardio tornou-se hegemônico no Brasil e, embora com condicionantes históricos diferenciados, possibilitou a implementação de uma estratégia de abertura externa com a mesma orientação destas outras experiências latino-americanas. O próximo capítulo tem por objetivo mostrar como esta estratégia foi implementada no Brasil durante esse período.

## **CAPÍTULO 3**

### **A EXPERIÊNCIA BRASILEIRA DE ABERTURA EXTERNA: O NEOLIBERALISMO TARDIO**

O Brasil terminou por, tardiamente, aderir à onda das políticas neoliberais que se abateu na América Latina nas últimas décadas, desde que as primeiras experiências dos anos 70 tiveram o ocaso relatado. Entretanto, as relações do país no cenário internacional sempre foram determinantes para sua trajetória de desenvolvimento.

A experiência histórica brasileira sempre mostrou amplas e profundas relações com o exterior, ainda que com distintos padrões de inserção internacional ao longo do tempo. A evolução econômica do país tem sido em muito determinada por suas relações e padrões de comércio exterior<sup>1</sup>, papel na divisão internacional do trabalho e dependência em relação ao capital internacional, tanto na forma de empréstimos e financiamentos como na de investimentos diretos e, mais ultimamente, de portfolio. Como fez questão de assinalar Casseb (2000: 68), “desta forma, o setor externo tem atuado ora como fonte importante do crescimento, ora como verdadeira barreira ao crescimento”.

O que se pretende neste capítulo é, após uma digressão sobre a inserção externa no passado da economia brasileira, identificar as especificidades dessa inserção na década de 90 e ressaltar a congruência dessa opção com os ideários neoliberais de abertura externa.

#### **3.1- ESTRATÉGIAS DE DESENVOLVIMENTO E INSERÇÃO EXTERNA NO PASSADO**

Ao contrário de todo o discurso, não só o liberal mas também o pretenso modernizador, seja na academia ou nos meios propagandísticos, o grau de internacionalização (abertura) da economia brasileira sempre foi compatível – e até superior em não raros momentos – com as economias consideradas “abertas”.

---

<sup>1</sup> Já na época de economia primário-exportadora, o país mostrava enorme dependência do comércio exterior, que se manifestava tanto em dependência das flutuações do mercado mundial como em dependência da concorrência externa.

Gonçalves (1994) demonstra claramente que, tanto em termos de abertura comercial, como em abertura financeira e produtivo-real, o Brasil esteve longe de poder ser considerado uma economia fechada.

No que se refere ao aspecto comercial, a comparação com os EUA<sup>2</sup> demonstra que as participações das exportações e importações sobre o PIB, no período 1900-1990, sempre foi historicamente superior na economia brasileira do que na americana. A situação é alterada, no lado das importações, só a partir de meados dos anos 70 e durante a década de 80, quando o Brasil apresenta um forte estrangulamento externo, obrigando o país a aplicar controle de importações, e os EUA começam a conviver com os déficits gêmeos estruturais (fiscal e comercial). Do lado das exportações, o percentual sobre o PIB na economia americana é superior a partir do início dos anos 90, chegando a cerca de 12% do PIB entre 1997-99, enquanto na economia brasileira chegava-se a 6,6% em 1998 e 8,6% em 1999<sup>3</sup>. Mesmo assim, em termos de abertura comercial, o país sempre esteve historicamente com coeficientes compatíveis aos observados na economia internacional<sup>4</sup>.

No que se refere ao setor financeiro (receitas e despesas em relação a investimento direto estrangeiro e dívida externa), ainda em comparação com os EUA, e ao setor produtivo-real (participação de empresas estrangeiras na indústria em termos de vendas e empregos), os dados<sup>5</sup> também demonstram que o Brasil está longe de ser considerado uma economia historicamente fechada.

Isto não impediu que o Estado brasileiro, quando assumiu um esforço industrializante e de crescimento, tenha utilizado instrumentos que restringissem a abertura externa, principalmente no tocante ao comércio exterior. De acordo com a sua estratégia, “manejando câmbio, tarifas e outros elementos de política econômica, o Estado desenvolvimentista interveio sistematicamente na estrutura de preços relativos, com diferentes ênfases, mas sempre de modo a favorecer a continuidade do processo industrializador” (Benjamin et al., 1998: 96). Essa estratégia também esteve ligada em

<sup>2</sup> Esta comparação se justifica não apenas por este país ser um dos maiores defensores da abertura, mas também por se tratar de uma economia de porte continental e, portanto, apresentar um grande mercado interno. Uma comparação com uma economia com reduzido mercado interno e, por isso, obrigada a se direcionar rumo a mercados externos, seria, no mínimo, tendenciosa.

<sup>3</sup> Deve-se considerar que os dados fornecidos pelo FMI são calculados em dólares e o efeito da desvalorização cambial influiu muito mais na redução do PIB brasileiro em dólares do que na redução do valor do comércio exterior brasileiro em dólares.

<sup>4</sup> Isto ainda que “devido às restrições de balanço de pagamentos causadas por choques externos nas últimas duas décadas [antes dos anos 90], o país tenha sido obrigado a impor barreiras tarifárias e não-tarifárias por questões similares àquelas encontradas nos países desenvolvidos” (Gonçalves, 1994: 154).

<sup>5</sup> Os dados estão calculados em Gonçalves (1994: 155-157).



distintos momentos à necessidade de obtenção de financiamentos externos, empréstimos e/ou capital externo, para possibilitar a formação interna de capital e o crescimento. Por outro lado, essa dependência em relação a capitais externos colocou recorrentemente os desequilíbrios externos, direta ou indiretamente, no centro das crises econômicas do país, desde a declaração da independência.

Já da transferência da Corte portuguesa para o Brasil e com a abertura dos nossos portos às “nações amigas”, a balança comercial brasileira irá se tornar deficitária. O período compreendido entre 1821 e 1860 se caracterizou por fortes déficits comerciais que eram cobertos pela entrada de capital externo, quase sempre sob a forma de empréstimos públicos. Em um segundo momento, o desequilíbrio externo passou a se manifestar pelo enorme pagamento de juros e amortizações da dívida. Considerando o período 1850-1889, nosso superávit comercial (presente desde 1861) acumulado foi de 690 milhões de mil-réis. Entretanto, o serviço da dívida externa acumulou no mesmo período 780 milhões<sup>6</sup>.

Assim, pode-se dizer que durante a época imperial, a política comercial liberal<sup>7</sup>, aliada ao fato de assumirmos a dívida de nossos colonizadores, quando da transferência da corte, nos obrigou a recorrer a empréstimos, principalmente ingleses, o que, em um segundo momento, se transformou em um crescente pagamento do serviço da dívida.

Com a proclamação da República até a 1ª Guerra Mundial, o padrão anterior é repetido, com o país obtendo expressivos superávits comerciais, utilizados para o pagamento do serviço de dívida. O resultado, em termos de transações correntes é ligeiramente negativo. Na década de 1890, o déficit em transações correntes atinge 2% do PIB; na década seguinte obtemos um superávit nessa conta de 2% do PIB; e, voltamos a apresentar um déficit de 3% do PIB entre 1910 e 1913. Já em seu nascedouro, a República se viu às voltas com a crise do “encilhamento” que, como ressaltou Tavares (1999: 452), já naquela época, resultou da política econômica de endividamento interno e externo do Império, o que levou a duas das primeiras medidas da República, que foram uma grande moratória, seguida da negociação de um reescalonamento da dívida externa (*funding loan*) com os banqueiros ingleses<sup>8</sup>. De fato, a dívida externa federal que em 1890 era de 30,9 milhões de libras chegou a 44,2

<sup>6</sup> As informações aqui utilizadas estão sistematizadas em Bocchi (2000).

<sup>7</sup> Na segunda metade do século XIX, a abertura comercial atinge 1/3 do PIB (Goldsmith, 1986: 59).

<sup>8</sup> “A década de 1890 será bastante conturbada interna e externamente, tendo o país atravessado duas crises cambiais, sendo que a crise da metade da década resultará em moratória nos anos 1898 e 1900” (Bocchi, 2000: 22).

milhões de libras em 1900. O fato da taxa de crescimento média entre 1901-1913, período pós-moratória, ter sido de 4,49% ao ano não parece ser mera coincidência.

No entre-guerras, as entradas de capital foram pequenas até a primeira metade dos anos 20, e depois atingem 3,5% do PIB até 1931. Desse momento até o início da 2ª Guerra Mundial, o fluxo líquido de capitais é negativo (Goldsmith, 1986: 183). Vale ressaltar que, após a crise de 1929-33, um novo padrão de acumulação de capital vigorará no país. A economia brasileira passava de uma dinâmica primário-exportadora, onde o determinante básico eram as exportações, para um processo de maior industrialização, quando o determinante básico passam a ser os investimentos<sup>9</sup>. Mesmo assim, o que se teve de industrialização substitutiva de importações nas primeiras três décadas do século passado teve importante participação do IDE que, antes de 1930, recebia o mesmo tratamento que o capital nacional, chegando “a receber privilégios especiais de taxas de retorno mínimas garantidas, empréstimos internos com taxas preferenciais e isenção fiscal” (Gonçalves, 1999b: 56).

Os dois primeiros períodos históricos do processo de substituição de importações, segundo a periodização feita por Tavares (1982: 70-73), foram justamente o período que se inicia no pós Grande Depressão e termina no início da 2ª Guerra Mundial e o compreendido pelo período durante esta última. Nesses dois períodos o estrangulamento externo brasileiro se caracterizou pelas fortes restrições à capacidade para importar, tanto na Grande Depressão quanto durante a 2ª Guerra Mundial. A cobertura cambial disponível – somando o saldo da balança comercial com a entrada de novos empréstimos externos, e descontando o serviço da dívida pública externa – em 1929 chegou a um valor negativo de 6,7 milhões de libras, enquanto que em 1940 foi de 0,3 milhões de libras, também negativos. Considerando o serviço da dívida pública externa como proporção do saldo comercial, ele atinge 146,2% em 1927, passa para 252,2% no ano seguinte, e chega a 213,6% em 1929 (Abreu, 1999: 46 e 149). No primeiro período, a política governamental de defesa procurou recuperar a atividade interna, aproveitando a capacidade produtiva instalada para substituir importações. No segundo, por conta das dificuldades em suprimentos externos, o investimento público foi a opção utilizada para enfrentar um momento de escassez absoluta na entrada de

<sup>9</sup> “Porém, o novo padrão era relativamente contido e em parte subordinado ao antigo setor exportador. Primeiro, porque o anterior compartimento produtor de bens de produção era muito incipiente, dependendo, ainda, das divisas geradas pelo setor exportador, com o que importava os bens de produção necessários à reprodução ampliada. Segundo, também pelo mercado, dado que era ainda o setor exportador, e seus segmentos urbanos, que garantia parcela expressiva de seu mercado. Dá-se, assim, um processo de industrialização, ainda que *restringido*” (Cano, 2000: 167 – itálico original).

novos empréstimos externos. Ainda segundo Abreu (1999: 46 e 149), a entrada de novos empréstimos externos para o país foi nula em todo o período compreendido entre 1935 e 1945.

Em matéria de políticas cambiais<sup>10</sup>, a situação típica a partir de 1930 foi a opção por um racionamento das escassas divisas, através de um sistema de licenciamento de importações. A situação insustentável nas contas externas no início da década de 30<sup>11</sup> levou à reinstituição do monopólio cambial do Banco do Brasil, além da suspensão de pagamentos do serviço da dívida em 1937. Esses controles cambiais foram utilizados entre 1931 e 1935, ano este em que se processou uma certa liberalização com a eliminação da política discriminatória de alocação de câmbio. Essa liberalização se desdobrou em uma crise cambial quando “ao final de 1937, a escassez cambial, associada principalmente ao súbito crescimento das importações, levou, após o golpe de novembro, à unificação das taxas de câmbio com a taxa única desvalorizada, à reintrodução do controle cambial estrito e à moratória do serviço da dívida externa” (Abreu, 1999: 152).

No período da 2ª Guerra Mundial, ocorreu uma perda de mercados antes de 1941-42 que foi prontamente revertida, e os saldos comerciais pós-1942 propiciaram um acúmulo de reservas que, em sua maior parte, era composto de cambiais inconvertíveis, o que não permitiu acesso irrestrito a importações mesmo no pós-guerra.

O período compreendido entre 1930-45 também é ilustrativo no tocante à dívida externa, pois foi um período de ajustamento gradual dos pagamentos à capacidade de pagamento do país. Já em 1931, o Brasil suspendeu os pagamentos aos fundos de amortização de todos os empréstimos externos, com exceção dos referentes à consolidação (*funding*) de 1898 e 1914, ao mesmo tempo em que se negociou um outro empréstimo de consolidação para três anos. Entretanto, findo este em 1934, a redução do pagamento do serviço da dívida permitida pelo esquema não foi suficiente. Assim, nesse ano, foi acertado um outro esquema de redução de pagamento, que tampouco solucionou o problema.

O conseqüente desequilíbrio externo nos obrigou a uma nova suspensão dos pagamentos do serviço da dívida já em 1937, que só seriam retomados em março de

<sup>10</sup> As políticas cambiais do período e o sistema de taxas múltiplas de câmbio são analisados minuciosamente em Abreu (1999, capítulo 4).

<sup>11</sup> Insustentabilidade gerada fundamentalmente por uma redução no preço das exportações, não suficientemente compensada por um aumento no *quantum* exportado e pela interrupção de entrada de capital externo público e privado. Essa instabilidade externa durou praticamente a década inteira (Abreu, 1999).

1940, após a negociação de um esquema quadrianual de pagamento, ainda que só em novembro de 1943 tenha sido acertada a renegociação com os credores, através de um acordo permanente. No balanço final, o estoque total da dívida externa caiu de 237 milhões de libras esterlinas em 1939 para 169 milhões de libras esterlinas seis anos depois. O fato de que a taxa média anual de crescimento real tenha sido de 5,9% nos anos 40, frente a 4,4% nos anos 30, tampouco parece ser mera coincidência (Gonçalves e Pomar, 2000).

Ilustra-se assim que não só as crises econômicas pelas quais atravessou o país estão relacionadas com os desequilíbrios nas contas externas, como também que estes últimos impõem uma restrição externa ao crescimento, que, por sua vez, solucionada ou, no mínimo, contornada, possibilita o aparecimento das condições para a retomada do crescimento.

### 3.1.1- Estrangulamento externo e industrialização no período 1945-64

O processo de substituição de importações que caracterizou a industrialização brasileira no longo período 1930-61 acabou sendo imposto pelas próprias consequências da inserção internacional periférica e dependente do país. A redução da demanda internacional por nossas exportações e a retração do financiamento externo, pelo menos em um primeiro momento, definiam os recorrentes estrangulamentos externos que colocavam a necessidade de tarifas aduaneiras sobre importações, controle quantitativo sobre as mesmas (com esquemas como os licenciamentos), reservas de mercado interno e uso planejado de divisas com controle cambial.

Entretanto, se durante o período 1930-45 ocorreu uma restrição absoluta à capacidade para importar, com os problemas cambiais e de retração de financiamento externo, o período 1947-1961 passará a apresentar restrições relativas, por conta dos resultados positivos na balança comercial e, em um segundo momento, da retomada do financiamento externo.

Os estrangulamentos externos recorrentes e a conseqüente restrição à capacidade para importar induziram investimentos substitutivos de importações, de forma que se passava a produzir internamente produtos antes importados. O aumento da demanda por importações derivadas do crescimento provocado por aqueles investimentos redundava em novos estrangulamentos externos que, por sua vez, redefiniam o processo, e

forneciam a dinâmica ao processo de substituição de importações (PSI), segundo a observação clássica de Tavares (1982: 41).

Ainda segundo essa autora, o PSI pode ser definido em três períodos históricos, além daqueles dois iniciais da 2ª Guerra Mundial e da fase pós-depressão. O primeiro deles é o do imediato pós-guerra (1945-47), quando ocorre um certo alívio externo com a retomada absoluta da capacidade para importar e um crescimento menos orientado para a substituição de importações<sup>12</sup>. O segundo período duraria até 1954 e seria definido pela expansão industrial aliada a melhoria do poder de compra das exportações. Já o último período (1956-61)<sup>13</sup>, correspondente à implementação do Plano de Metas, estaria caracterizado pelo crescimento na participação do governo nos investimentos e pelo considerável financiamento dos investimentos através da entrada de capital externo privado e oficial.

Logo após o término da guerra instituiu-se o mercado livre de câmbio, abolindo-se as restrições a pagamentos existentes desde os anos 30. A política liberal de câmbio redundou em um acúmulo de atrasados comerciais – o déficit comercial atinge US\$ 313 milhões em 1947 – e na forte redução das reservas. Dessa maneira, mais uma vez, a imposição de controles cambiais e seletivos sobre as importações tornou-se imperativa.

Nesse sentido, implementou-se em julho de 1947 o regime de controle de câmbio por cooperação segundo o qual os bancos autorizados a operar eram obrigados a vender ao Banco do Brasil 30% de suas compras de câmbio livre à taxa oficial. O Banco do Brasil, por sua vez, fornecia divisas de acordo com as prioridades de importação. Em fevereiro do ano seguinte foi adotado o contingenciamento das importações segundo o sistema de licenças prévias para importar de acordo com prioridades estabelecidas. Esses controles, ao mesmo tempo que funcionaram como resposta ao desequilíbrio externo, promoveram o desenvolvimento industrial. Vianna (1990: 115) destaca ainda que a manutenção da paridade cambial no nível de 1939 (Cr\$18,5 por dólar), levou a uma valorização do câmbio real, tendo em vista a inflação positiva do período, que, somada ao controle de importações, teria provocado três efeitos em direção à promoção do desenvolvimento industrial e da atividade interna: (i) efeito subsídio dado pelos preços relativos artificialmente mais baratos para importações prioritárias (bens de capital, matérias-primas e combustíveis); (ii) efeito protecionista como resultante da

<sup>12</sup> É preciso, no entanto, frisar novamente que grande parte das reservas acumuladas nesse momento não diziam respeito a divisas conversíveis, o que não permitia acesso irrestrito a importações.

<sup>13</sup> Os anos 1955-56 representam uma transição política e econômica. É curioso notar que 1956 foi o único ano do período do PSI em que o crescimento per capita foi negativo.

restrição às importações que competissem com a produção interna; e, (iii) efeito lucratividade, definido pelo estímulo à produção para mercado doméstico com a valorização cambial (excetuando obviamente o setor exportador cafeeiro).

O relaxamento na concessão das licenças para importação nos sete primeiros meses do segundo governo Vargas originou um desequilíbrio na balança comercial. Prontamente foi modificada a orientação de relaxamento mas, “mesmo assim, 1952 caracteriza-se por uma clara crise cambial, com um déficit comercial de US\$ 286 milhões, pelo esgotamento das reservas internacionais conversíveis, e por um acúmulo de atrasados comerciais superiores a US\$ 610 milhões” (Bocchi, 2000: 24).

As modificações no marco regulatório sobre capital externo e comércio exterior nesse momento são de crucial importância. Em janeiro de 1953, com a lei 1807, foram liberalizados os movimentos de capital estrangeiro pelo mercado de câmbio livre, ao mesmo tempo em que era favorecida a remessa de rendimentos. Na prática, essa lei instituiu um sistema de taxas múltiplas de câmbio. Do lado da oferta de câmbio passaram a vigorar uma taxa fixa oficial aplicada a mais de 85% das exportações (café, cacau e algodão) e três taxas flutuantes para as demais exportações, combinando em diferentes proporções a taxa oficial com a taxa do mercado livre, que era aplicada nas transações financeiras. Do lado da demanda de divisas, passaram a existir a taxa oficial, que cobria as importações essenciais (cerca de 2/3 do total), remessas financeiras do governo e remessas do capital estrangeiro considerado de “interesse nacional”, e a taxa livre para o restante das importações e outras remessas.

Ao longo do ano ainda foi homogeneizado o benefício cambial dado às exportações (excluindo o café), o que reduziu as três taxas mistas e flutuantes a apenas uma – igual a 50% da taxa oficial mais 50% da taxa do mercado livre – e introduzido o sistema de pauta mínima para as exportações<sup>14</sup>.

Em 09/10/1953, o governo lança a Instrução nº 70 da SUMOC que restabelece o monopólio cambial do Banco do Brasil e extingue o controle quantitativo das importações, estabelecendo o regime de leilões de câmbio em bolsa de fundos públicos do país, sob o sistema de taxas múltiplas de câmbio. O regime de leilões cambiais pode ser apresentado simplificadaamente em quatro etapas:

---

<sup>14</sup> Tratava-se de uma “permissão para que exportadores de alguns produtos (café, cacau e algodão) negociassem no mercado oficial apenas as divisas correspondentes às cotações mínimas fixadas para cada um deles, podendo vender no mercado de taxa livre o que excedesse a esses preços mínimos” (Vianna, 1990b: 138). Com essa medida as exportações de café subiram imediatamente.

- (I) importador resgata em pregão público as Promessas de Venda de Câmbio (PVC), dando direito à aquisição de câmbio no valor e moeda estipulados;
- (II) comprador das PVC's leva estas ao Banco do Brasil no prazo de cinco dias e, em seguida ao pagamento de ágio, recebe o certificado de câmbio;
- (III) verificados os preços dos produtos a importar, obtém-se a licença de importação com o certificado de câmbio;
- (IV) de posse da PVC e da licença de importação, o comprador adquire câmbio à taxa oficial em qualquer banco autorizado. O comprador fica com o direito à restituição do correspondente à diferença não utilizada.

Ficavam fora dos leilões as compras do governo e algumas importações preferenciais. As demais importações eram classificadas em cinco categorias de acordo com o critério de essencialidade para a realização dos leilões<sup>15</sup>.

Já as exportações tiveram as taxas mistas substituídas por duas bonificações (uma para o café e outra para as demais), definindo um sistema com duas taxas de câmbio para as exportações.

Outra mudança importante no marco regulatório foi a apresentação da Instrução 113 da SUMOC em 27/01/1955, fornecendo tratamento favorável ao capital estrangeiro. “Esse mecanismo permitia às empresas estrangeiras importar bens de capital sem cobertura cambial, se o investidor estrangeiro aceitasse o valor (em moeda nacional) do equipamento como participação de capital na empresa que fosse usar o equipamento” (Gonçalves, 1999b: 59). Os benefícios ao capital estrangeiro contidos nessa Instrução duraram até 1961. Essa facilidade para o capital externo vai ser utilizada no período seguinte de industrialização pesada (1956-61) como forma de financiamento para os projetos do Plano de Metas. Mesmo assim, vale ressaltar que nesse período do PSI (1945-55) a taxa média anual de crescimento da economia foi de 6,5% (Cano, 2000: 170).

A partir de 1954, o preço do café caiu em maior proporção ao aumento do *quantum* exportado do produto, o que contribuiu para uma redução da capacidade para importar. A queda nas exportações e o endividamento externo definiram o estrangulamento externo que levou a uma nova onda de investimentos substituidores de importações, assegurada pela reserva de mercado obtida através de proteção cambial e

<sup>15</sup> Isto acabava funcionando como proteção à indústria pois, na medida em que importações eram substituídas por produção interna, elas se tornavam menos essenciais na classificação das importações para os anos seguintes.

tarifária. Além disso, face à redução da capacidade para importar, as importações necessárias foram mantidas à custa de financiamento externo, sendo considerável o crescimento tanto dos empréstimos externos como dos investimentos diretos no período 1956-61, em comparação com o período 1947-55 (tabela 1).

Tabela 1 – Balanço de pagamentos 1947/1964 (US\$ bilhões)

Conta \ Período	1947/55	1956/61	1962/64	1947/64
1-Balança comercial	1,66	0,77	0,37	2,80
2-Serviços	-2,92	-2,24	-0,73	-5,89
- Fretes e seguros	-1,50	-0,62	-0,26	-2,38
- Lucros e dividendos	-0,41	-0,20	-0,02	-0,63
- Juros	-0,25	-0,51	-0,34	-1,10
3-Transações correntes	-1,26	-1,47	-0,36	-3,09
4-Movimento de capitais	-0,09	1,12	0,21	1,27
- Investimentos externos	0,15	0,67	0,13	0,95
- Empréstimos	0,42	2,29	0,80	3,51
- Amortizações	-0,68	-1,87	-0,95	-3,5
5-Variações de reservas	-1,30	-0,69	-0,59	-2,51

Fonte: Goldsmith (1986), apud Bocchi (2000: 42).

Esse foi exatamente o período de implementação do Plano de Metas, que procurou complementar o PSI através da instalação de indústrias produtoras de bens de capital no país<sup>16</sup>. As peças básicas da política econômica do Plano incluíam o tratamento extremamente favorável ao capital estrangeiro, o aumento da participação pública direta na formação de capital – esta participação na formação bruta de capital fixo passou de 25,6% em 1953-56 para 37,1% em 1957-60 (Lessa, 1983: 70) – e na canalização de recursos privados para áreas estratégicas. Estes últimos foram estimulados tanto pela reserva de mercado interno, como pela garantia de favorecimentos nos financiamentos externos e pela concessão de crédito de longo prazo, via BNDE, com baixas taxas de juros e prazos favoráveis de carência e amortização.

<sup>16</sup> “O Plano conferia prioridade absoluta à construção dos estágios superiores da pirâmide industrial verticalmente integrada e do capital social básico de apoio a esta estrutura. Daria continuidade ao processo de substituição de importações que se vinha desenrolando nos dois decênios anteriores”(Lessa, 1983: 27).



Para a primeira peça, o tratamento favorável ao capital externo, foi fundamental a alteração do marco regulatório antes referida, nos moldes da lei 1807 e suas posteriores regulamentações, principalmente a Instrução 113 da SUMOC<sup>17</sup>.

Em agosto de 1957 foi realizada nova reforma no sistema cambial com o objetivo de simplificar o sistema de taxas múltiplas e introduzir um novo sistema de proteção específica por produtos da mesma categoria. O sistema cambial teve uma redução das cinco categorias anteriores para apenas duas. Na categoria *geral* foram incluídas as matérias-primas, os equipamentos e bens genéricos sem suprimento interno, enquanto que na categoria *especial* estavam bens de consumo restritos e com suprimento interno. Foi mantido o regime de leilões cambiais, com a categoria *geral* obtendo a maior parcela de divisas. Uma terceira categoria (*preferencial*) foi criada, não sujeita a leilão, com a finalidade de abarcar importação de bens com tratamento privilegiado, como o petróleo por exemplo.

A reforma aduaneira de 1957 procurou assim reduzir o controle cambial como mecanismo de proteção, passando-se a impor alíquotas *ad valorem* elevadas às importações. Foram estabelecidas tarifas entre 0 – 150% para cada grupo de produtos similares. Além disso, regulamentou-se a lei de similar nacional que, para determinado produto, “garantia a total exclusão da pauta de importações caso sua produção interna fosse em volume e qualidade suficiente para atender à demanda” (Orenstein e Sochaczewski, 1990: 179).

Dessa maneira, a inserção internacional do país no período do Plano de Metas se caracterizou pela utilização dos instrumentos cambiais e comerciais na promoção da industrialização e da atividade interna, processo no qual o favorecimento ao capital externo também foi determinante para alavancar as altas taxas de investimento no período. Além das alterações regulatórias sobre capital externo, que permitiram a forte entrada dos investimentos diretos, deve-se ressaltar também a importante atitude tomada em 1959, quando o governo rompe com o FMI, não se submetendo à sua política de estabilização. Como balanço do período (1956-62), denominado por Cano (2000) como de industrialização pesada em sua primeira etapa, o investimento como proporção do PIB sai de 13,5% em 1955 para 18% em 1958-59, detendo-se em 15,5% em 1960-62, o que sustentou uma taxa média anual de crescimento igual a 7,1%!

<sup>17</sup> “Os montantes de capital ingressados sob a Instrução 113 até dezembro de 1961 somaram US\$ 379,4 milhões para as indústrias básicas e US\$ 131,7 milhões para as indústrias leves” (Orenstein e Sochaczewski, 1990: 173).

Os anos 60 se caracterizaram pela modificação das funções dos instrumentos cambiais, que deixaram de servir como ferramentas industrializantes, passando a assumir um papel de maior liberalização, isto é, a taxa de câmbio passou a ser determinada mais pelo mercado, o que acabou se concretizando em desvalorizações cambiais à medida em que as contas externas expressavam maior saída líquida de capitais.

Considerando este período 1945-64 como um todo, mais especialmente até o final do Plano de Metas, a política econômica governamental contribuiu para o processo de substituição de importações, na medida em que efetuou-se investimento público de infra-estrutura e forte financiamento ao capital privado. No mesmo sentido, a “política de comércio exterior, sobretudo cambial, que, variando embora de mecanismos (desde os controles quantitativos até taxas múltiplas de câmbio), manteve até recentemente<sup>18</sup> uma discriminação efetiva entre as importações, dando tratamento preferencial aos bens de capital e certos insumos essenciais” (Tavares, 1982: 61).

Mesmo com a alteração do foco da política econômica para um combate mais incisivo à inflação, que começava a se definir como uma meta mais prioritária do governo, nos anos 60, o PSI já apresentava sinais de esgotamento, por conta das assincronias criadas na estrutura produtiva brasileira. As restrições que provocaram essas assincronias, como destacam Miranda e Tavares (1999), se definiam pela restrição ao financiamento interno e externo à importação de equipamentos e bens intermediários, assim como pelo esgotamento da reserva de mercado outorgada pela política substitutiva.

Analisando o período pós-guerra (1945-64), do ponto de vista das contas externas, nota-se a retomada do recorrente padrão de superávits comerciais que são incapazes de saldar os déficits na conta de serviços (tabela 1). Entre 1947 e 1964, a balança comercial acumulou um superávit de quase US\$ 3 bilhões, consumido quase que inteiramente apenas com nossos gastos em fretes e seguros (US\$ 2,38 bilhões). No mesmo período, o déficit acumulado nas transações correntes atingiu US\$ 3,1 bilhões, não financiado integralmente pela entrada de capitais externos, mesmo com as facilidades para o capital estrangeiro instituídas pelas mudanças regulatórias.

---

<sup>18</sup> A autora escrevia em 1963.

### 3.1.2- A época da ditadura militar até o final da década de 70

A crise econômica do período 1962-67 tem explicação no próprio movimento cíclico da economia, e se manifestou mediante deficiências do Sistema Financeiro Nacional (SFN) e dos efeitos recessivos das políticas de estabilização. Essa crise teve como principais determinantes o aumento da capacidade ociosa nos novos setores (bens de capital, consumo duráveis e alguns intermediários), o que inibiu a acumulação, os violentos cortes de investimento público, e a redução do investimento de reposição, face à recente modernização dos segmentos de bens de consumo não-duráveis.

Quanto à estabilização, de fato, a equipe econômica que assume logo no início da ditadura militar tem a redução da inflação como prioridade. O diagnóstico sob o comando Campos-Bulhões identificava a estagnação econômica e o descompasso das contas externas como provocados pelos efeitos das altas taxas inflacionárias, originadas, segundo o diagnóstico, no desequilíbrio das contas públicas e pela política salarial recente. Ainda que discordando de um tratamento de choque, o gradualismo da terapia proposta, que caracterizou a política de estabilização do regime militar (1964-67), promoveu, além da indexação financeira da economia e o controle dos preços, a contenção da expansão monetária e creditícia, a redução dos gastos públicos e um brutal arrocho salarial<sup>19</sup>.

Das reformas econômicas institucionalizadas no período inicial da ditadura militar, aquela implementada no sistema monetário-financeiro foi a mais importante. O objetivo explícito dessa reforma era consolidar o SFN, constituindo instituições, instrumentos financeiros e regras operativas, de forma a capacitar o sistema para uma função de financiamento de médio e longo prazo junto ao setor privado. O objetivo, portanto, era sustentar um novo ciclo de industrialização de forma não-inflacionária, isto é, alterar o modelo de financiamento que se baseava em concessão de crédito público e endividamento externo ligado ao suporte das importações necessárias e dos atrasados comerciais. Em suma, manter a inflação controlada e montar um modelo de financiamento junto ao mercado de capitais e, em termos externos, com movimentos autônomos de capitais, eram as metas.

<sup>19</sup> A reforma salarial instituiu um salário base pela média salarial dos últimos 24 meses, acrescida de um resíduo inflacionário (rotineiramente subestimado pelo governo) e de um acréscimo de produtividade (não regulamentado em lei e com *status* muito mais de eterno compromisso do que de efetiva realização).

As principais medidas da reforma incluíram a introdução da correção monetária em quase todas as operações contratuais financeiras, uma nova regulamentação das sociedades de capital aberto, dos bancos (tanto comerciais como de investimento), corretoras e distribuidoras de valores (com atuação nos mercados primário e secundário de ações), criação de sociedades de crédito imobiliário e demais formas de captação de recursos financeiros líquidos, assim como a redefinição de captações de recursos externos.

Neste último conjunto de medidas estão a nova lei de remessa de lucros, que revogou os constrangimentos anteriores para remessas, e “a ampliação do grau de abertura da economia ao capital externo – de risco e, principalmente, de empréstimo – visando a ampliar a concorrência do Sistema Financeiro Brasileiro” (Hermann, 1999: 21).

Das reformas financeiras, ainda é preciso destacar a criação de novas instituições, o Conselho Monetário Nacional (CMN), com funções normativa e reguladora, e o Banco Central como executor das políticas monetária e financeira (em substituição à antiga SUMOC). Essas instituições regulavam os incentivos criados, a autorização de emissão de passivos com correção monetária (vigente inicialmente para títulos públicos), e os incentivos fiscais de redução/isenção de imposto de renda para o mercado de capitais.

Alguns autores defendem que as reformas monetário-financeiras do período 1964-67 não tiveram êxito em seu intuito de alavancar um novo modo de financiamento para a industrialização. Resumidamente, Hermann (1999: 23) afirma que “nem o ‘milagre econômico’, nem o II PND tiveram como fontes principais de financiamento o mercado de capitais ou bancos privados nacionais, mas sim o endividamento externo, créditos públicos e recursos próprios gerados por ‘mark-ups’ crescentes”. Dessa forma, embora o endividamento externo não tenha crescido tanto no período, o início da ditadura terminou por propiciar os meios, exatamente ao contrário dos objetivos propostos pela reforma financeira, para um modelo de financiamento galgado no endividamento externo, modelo consubstanciado na década seguinte.

Entre 1969 e 1973, época conhecida como o “milagre econômico”, por conta das taxas médias de crescimento anual em torno de 10% - em que pese a brutal e conhecida concentração de renda que a caracterizou - nossa dívida externa passou de 11% do PIB

para 16,6%<sup>20</sup>. Se considerarmos que o país apresentou nesse período uma balança comercial equilibrada, gastos com serviços “produtivos” (transporte, seguros, etc.) de US\$ 2 bilhões, e um saldo líquido na conta de capital de risco de US\$ 1 bilhão, conclui-se que restaria US\$ 1 bilhão para financiar com empréstimos externos, a fim de sustentar aquelas taxas de crescimento econômico (Bocchi, 2000: 44). Entretanto, a captação desses recursos atingiu no período US\$ 6,8 bilhões (Cruz, 1984).

Ao endividamento externo “gratuito” – além das necessidades de sustentação das altas taxas de crescimento – deve-se acrescentar o fato de que, no período, o grau de abertura externa foi acrescido. Do lado comercial, “embora a tarifa média tenha caído de 108% para 60%, a proteção efetiva ainda não comprometia a produção nacional, representando isso muito mais uma simplificação do que uma abertura comercial” (Cano, 2000: 193)<sup>21</sup>. Já a abertura produtivo-real pode ser tipificada pela aprovação da lei 4390, regulamentada pelo Ato Executivo 55762, de 02/1965, cujo princípio básico era fornecer tratamento idêntico ao investidor externo em relação àquele dado ao capital nacional.

Dentro da estratégia industrializante do II PND, que tinha o objetivo de fornecer uma resposta ativa à crise internacional do choque petrolífero de 1973<sup>22</sup>, para completar o PSI dos setores de bens de capital e insumos básicos, foi facilitada a captação de capital externo para investimento em áreas como energia, siderurgia e transporte. Além disso, foram captados vultosos empréstimos externos, sendo que a maior parte deles foi feita por governos e empresas públicas.

Se durante o “milagre”, o suposto financiamento pela entrada de capital externo gerou um forte endividamento, após o primeiro choque do petróleo e com a estratégia do II PND, a dependência do financiamento externo se deu para financiar o crescente déficit em transações correntes, que de US\$ 600 milhões em 1970 passou para US\$ 1,7 bilhão em 1973 e US\$ 7,1 bilhões no ano seguinte. No final do governo Geisel, as

<sup>20</sup> O Brasil assinou acordos sucessivos com o FMI no período 1965-72 para a renegociação da dívida externa. Entretanto, considerando o período militar por completo (1964-1985) a dívida externa brasileira passa de US\$ 2,5 bilhões para US\$ 105 bilhões, um crescimento de 3900% em 21 anos! (Gonçalves e Pomar, 2000: 10-11).

<sup>21</sup> Posteriormente, a partir de 1974, quando o cenário externo piorou (tanto em termos de financiamento como de mercado exterior), foram reintroduzidos controles quantitativos e tarifas seletivas.

<sup>22</sup> Foge aos objetivos deste trabalho discutir as alternativas de política econômica que se colocavam para enfrentar o choque do petróleo em 1973. Basta para tanto, ressaltar que, mesmo em uma opção de continuidade pelo crescimento econômico, recorreu-se ao financiamento externo, sejam em termos de empréstimos, seja na forte presença do capital estrangeiro no setor industrial. Sobre o debate acerca das alternativas de política naquele momento são conhecidos os trabalhos de Castro (1985), Lessa (1998) e Carneiro (1990).

empresas públicas estavam superendividadas e, mesmo assim, continuaram captando empréstimos apenas para que o país conseguisse honrar o serviço de seu endividamento. A dívida externa brasileira que, no final de 1973, era de US\$ 13,8 bilhões, chega a US\$ 52,8 bilhões em 1978, um crescimento de 283%. Essa mesma dívida, como proporção do PIB, atingia 26% nesse último ano e, em 1977, o correspondente ao pagamento de juros já representava cerca de 50% do nosso déficit em transações correntes.

Embora de maneira excessiva, o endividamento externo realizado no período militar ainda foi direcionado, em alguma parcela, para investimentos que sustentaram altas taxas de crescimento. No período 1970-79, a taxa média de crescimento ao ano foi de 8,75%, sendo que o PIB por habitante cresceu, no mesmo período, 6,02% em média. O conhecido brutal retrocesso em termos políticos e sociais do período militar no Brasil, incluindo aqui a concentração da renda criada, esteve associado a esse quadro de crescimento econômico. Se o apelo ao excessivo endividamento externo feito nos anos 90 pode ser comparado ao do período militar, enquanto estratégia, o mesmo não pode ser dito a respeito de sua destinação.

### 3.1.3- Crise da dívida e ajuste exportador: a década perdida

Se, durante o “milagre econômico”, o financiamento pela entrada de capital externo levou a um crescente endividamento e, durante o contexto do 1º choque do petróleo e do II PND, o novo endividamento serviu para cobrir o crescente déficit em transações correntes, na época do 2º choque do petróleo e da alta dos juros internacionais a situação piorou.

O contexto internacional da virada dos anos 70 para os 80 foi extremamente desfavorável para os países periféricos. O preço do petróleo explodiu pela segunda vez, passando de US\$ 12,4 por barril para US\$ 34,4. Só esse fato já provocou um adicional nas despesas da balança comercial brasileira de US\$ 37,7 bilhões entre 1979 e 1983. Além disso, ocorreu a grande alta das taxas de juros internacionais: a taxa básica de empréstimos bancários nos EUA subiu de 5,7% em 1975 para 18,8% em 1984, enquanto que a taxa *libor* e a *prime rate* atingiram, respectivamente, 16,4% e 21,5% no ano de 1980. Como resultado, o pagamento de juros sobre a nossa dívida externa passou de US\$ 2,7 bilhões em 1978 para US\$ 11,4 bilhões em 1982.

O país entrou em um processo de insolvência externa, tendo em vista o enorme endividamento acumulado até aquele momento – a dívida externa brasileira chegou a

US\$ 93 bilhões de dólares em 1983 conforme a tabela 2. Este endividamento perdurou ao longo da década e esteve na origem da deterioração das contas internas do país (crise fiscal do Estado), na queda da atividade econômica e na disparada da inflação. Dessa forma, não seria exagerado afirmar que a crise dos anos 80 tem como origem o endividamento externo oriundo dos objetivos industrializantes da ditadura militar, no contexto das duas crises do petróleo e da explosão dos juros internacionais.

Tabela 2 - Dívida externa total, por prazo (1979-1989) -US\$ bilhões

Ano	Longo e médio prazo	Curto prazo	Total
1979	49,9	5,9	55,8
1980	53,8	10,3	64,4
1981	61,4	12,5	73,9
1982	70,2	15,1	85,3
1983	81,3	12,2	93,5
1984	91,0	10,9	102
1985	95,8	9,3	105,1
1986	101,7	9,4	111,2
1987	107,5	13,6	121,1
1988	102,5	10,9	113,5
1989	99,2	16,2	115,5

Fonte: Bacen.

Com a moratória mexicana de 1982, iniciou-se o período do ajuste exportador como terapia para a crise da dívida externa. O Brasil foi obrigado a recorrer, no ano seguinte, ao FMI, a fim de assinar a primeira de muitas cartas de intenções, que possibilitariam a renegociação da dívida externa com os credores privados e oficiais<sup>23</sup>. As políticas de estabilização apresentadas como contrapartida a essa renegociação apresentavam um diagnóstico segundo o qual a crise seria, de fato, resultado da situação internacional (dos seus choques em específico), mas também de fatores internos, como o excesso de empresas estatais, de incentivos fiscais e subsídios, a existência de restrições às importações e operações cambiais, reajustes salariais supostamente acima do aumento da produtividade, e um excessivo gasto interno<sup>24</sup>.

<sup>23</sup> Isto se deu em um contexto externo de forte retração da liquidez internacional, como decorrência da crise da dívida externa nos países periféricos.

<sup>24</sup> Esta perspectiva baseada na atividade interna excessiva como origem dos problemas inflacionários e de balanço de pagamentos, característica do receituário do FMI, é frontalmente oposta àquela que observa o endividamento externo recorrente como um processo que desemboca em restrições cambiais, desvalorização, inflação consequente e desajuste das contas públicas. Enquanto a primeira se assenta em aspectos conjunturais e momentâneos, esta última se preocupa com o processo estrutural conformado nas

A terapia proposta era simples: esforço exportador total para que os saldos comerciais permitissem pagar o serviço da dívida externa. Esse padrão de inserção internacional para o Brasil não era nenhuma novidade. O ajuste exportador, que caracterizou a década (tabela 3), teria como instrumento a elevação das taxas de juros internas, provocando uma redução da absorção interna (consumo e investimento) que, por um lado, diminuiria a pressão inflacionária e, por outro, reduziria a demanda por importações e proporcionaria os desejados saldos comerciais. Para a redução da demanda interna ainda seriam vitais a implementação de uma política de contenção salarial e restrições fiscais; estas últimas ainda proporcionariam a redução da dívida pública interna.

Tabela 3 - Balanço de pagamentos (1980-1989) – US\$ bilhões

Ano	Exportações	Importações	Saldo comercial	Balança de Serviços	Transações correntes	Conta de capital	Saldo
1980	20,1	23	-2,8	-10,2	-12,8	9,5	-3,2
1981	23,3	22,1	1,2	-13,1	-11,7	13,6	1,9
1982	20,2	19,4	0,8	-17,1	-16,3	10,5	-5,8
1983	21,9	15,4	6,5	-13,4	-6,8	2,9	-3,9
1984	27	13,9	13,1	-13,2	0,0	8,0	8,0
1985	25,6	13,2	12,4	-12,9	-0,2	1,6	1,4
1986	22,3	14	8,3	-13,7	-5,3	-5,9	-11,2
1987	25,2	15,1	11,1	-12,7	-1,4	-7,8	-9,3
1988	33,8	14,6	19,2	-15,1	4,2	-9,8	-5,6
1989	34,4	18,3	16,1	-15,3	1,0	-9,6	-8,6

Fonte: Bacen.

O combate à inflação não deu resultados e provocou uma profunda recessão. A taxa de crescimento da economia em 1983 foi negativa (-2,9%) e a inflação voltou a crescer no período 1982-85 (tabela 4).

Essa ineficácia da terapia convencional reforçou as teses heterodoxas, principalmente a hipótese da inflação inercial<sup>25</sup>, e, ao longo da década, vários programas econômicos, de cunho até mais heterodoxo, foram implementados sem sucesso duradouro na estabilização macroeconômica.

---

contas externas, como o resultado de uma opção de inserção (e imposição em alguns momentos) internacional.

<sup>25</sup> Uma discussão mais aprofundada deste ponto é feita mais adiante, pois defende-se que a tese da inflação inercial embasa teoricamente o Plano de estabilização implementado no país a partir de 1994.



Tabela 4 – Variáveis macroeconômicas (1980-1989)

Variável \ Ano	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
Taxa de crescimento	9,3	-4,3	0,8	-2,9	5,4	7,8	7,5	3,5	-0,1	3,2
Investimento*	22,9	24,3	23,0	19,9	18,9	18,0	20,0	23,2	24,3	26,9
IGP-DI	110,2	95,2	99,7	211	223,8	235,1	65	415	1037	1783
Déficit público primário*	-	-	-	-1,7	-4,2	-2,6	-1,6	1,0	-0,9	1,0
Déficit público operacional*	-	5,9	6,6	3,0	2,7	4,4	3,6	5,5	4,8	6,9
Déficit público nominal*	-	12,5	15,8	19,8	23,3	28,6	11,3	32,3	53,0	83,1

\*como proporção do PIB.

Fonte: Contas Nacionais (IBGE), Bocchi (2000: 47) e Conjuntura Econômica.

Em 28/02/1986, por exemplo, foi lançado o Plano Cruzado que, dentre suas principais medidas, incluía uma reforma monetária, que introduziu o cruzado como novo padrão monetário, o congelamento de preços por tempo indeterminado<sup>26</sup>, e o estabelecimento de regras específicas de conversão ao novo padrão. As taxas de inflação caíram abruptamente nos primeiros meses, sendo que a mais alta foi observada em maio, 1,4%. Entretanto, o aquecimento da economia que se seguiu à explosão de consumo obrigou o governo a lançar, em julho daquele ano, um pacote fiscal elaborado com o intuito de desaquecer o gasto interno (*Cruzadinho*). Foi criado um sistema de empréstimos compulsórios dentro do pacote, mas este tampouco teve eficácia em seu intento. A expectativa do descongelamento deu novo impulso à demanda e, embora a inflação oficial permanecesse baixa, ocorreu o aparecimento de ágio no preço das transações.

Após a vitória governista nas eleições, foi lançado em novembro de 1986 um novo pacote fiscal (Cruzado II) que reajustou alguns preços públicos (gasolina, energia elétrica, etc.) e aumentou impostos indiretos incidentes sobre automóveis e bebidas, por exemplo. Com isso, “o impacto imediato do Cruzado II seria um violento choque inflacionário. Tais aumentos dos preços públicos e administrados (...) forneceram uma

<sup>26</sup> Para os salários, pretendia-se, anualmente, corrigir em 60% a variação do custo de vida, sempre que a inflação atingisse 20%, o chamado *gatilho* (Modiano, 1990).

válvula de escape para toda a inflação reprimida durante o congelamento” (Modiano, 1990: 364). Com a volta da inflação, a indexação é retomada e todos os controles de preços são suspensos em fevereiro de 1987.

Do lado externo, a redução do superávit comercial em 1986 (cai de US\$ 12,4 bilhões em 1985 para US\$ 8,3 bilhões no ano seguinte) e a forte queda de nossas reservas no início de 1987, por conta dos saldos desfavoráveis no balanço de pagamentos (déficits de US\$ 11,2 bilhões e US\$ 9,3 bilhões em 1986 e 1987, respectivamente), levaram à declaração de moratória em fevereiro de 1987. Foi decidida a suspensão unilateral de todos os pagamentos de juros relativos à dívida externa de médio e longo prazo, devida aos bancos comerciais estrangeiros. Essa moratória foi rapidamente abandonada em novembro de 1987, sendo retomada a renegociação com os credores. O problema da dívida externa perpassou os anos 80 por inteiro, chegando em 1989 a um total de US\$ 115, 5 bilhões, cerca de 80% acima do valor da dívida em 1980.

No plano das políticas de estabilização na fase pós-cruzado, outros planos foram aplicados, e suas características combinaram elementos ortodoxos, como o comprometimento com a redução do déficit fiscal e a restrição creditícia com altas taxas de juros, com elementos heterodoxos de desindexação de preços e congelamentos temporários. Entretanto, nenhum deles surtiu efeito, e a década terminou com o mesmo problema inflacionário que apresentava em seu início, com o agravante de ser um problema potencializado.

No balanço final da década de 80, o Brasil acumulou um saldo comercial total de US\$ 99,5 bilhões, pagou um total de juros sobre a dívida de US\$ 97,3 bilhões e remeteu sob a forma de lucros e dividendos US\$ 9,1 bilhões. O balanço da conta de serviços foi deficitário em US\$ 141,9 bilhões que, descontando o saldo comercial, se transforma em US\$ 42,4 bilhões em déficit de transações correntes, desconsiderando as transferências unilaterais. Como a entrada de capitais externos estava relativamente estagnada, o Brasil se tornou nos anos 80 exportador líquido de capitais. Não é de se espantar, portanto, que essa década seja conhecida como a década perdida, momento em que o país obteve pífios 2,93% ao ano de crescimento econômico e 0,86% de crescimento do PIB por habitante.

Do lado da dívida pública, a retomada dos pagamentos da dívida externa pós-moratória terminou por provocar o encilhamento do setor público (Tavares, 1999), tornando obsoleto qualquer discurso de controle das contas públicas. Enquanto

sucessivos superávits primários eram obtidos em nome desse discurso, o déficit público operacional, como proporção do PIB, atinge 6,9% em 1989.

Não bastasse isso, a década de 80 também representou um momento de concentração de renda. Lacerda (1999: 93-94) constata que: (i) os 10% mais ricos que possuíam 46,6% da renda nacional em 1981, passaram a possuir 53,2% em 1989, significando um crescimento de 14,2%; (ii) os 20% mais pobres passaram de uma posse de 2,7% da renda em 1981 para 2% em 1989, uma queda de 25,9%; e, (iii) os 50% mais pobres que possuíam 13,4% da renda em 1981, passaram a possuir 10,4% em 1989.

Durante essa década perdida, o grau de abertura externa do país se viu completamente subordinado ao ajuste exportador como resposta à restrição imposta pelos problemas de financiamento de nossas contas externas. No aspecto comercial, foram reduzidas/eliminadas algumas sobretaxas, a tarifa média sobre importações caiu de 51% para 35% e a amplitude tarifária passou de 0 – 105% para 0 – 85%. Entretanto, também foram introduzidos subsídios e incentivos para a produção destinada à exportação e controles das importações através de barreiras não-tarifárias. Estas últimas compensaram o movimento de aparente abertura no aspecto tarifário através de instrumentos como os programas especiais de importação, as licenças para importação e a lista de produtos com importação proibida (Lei do Similar Nacional).

Ocorreu também no período uma abrupta redução no investimento direto estrangeiro, em comparação com a década de 70, não só por conta da redução nos fluxos de entrada, mas também pelo crescimento na repatriação de capital e remessa de lucros. Segundo Gonçalves (1999b: 67), “as empresas de capital estrangeiro beneficiaram-se das elevadas taxas de juros vigentes no mercado financeiro doméstico para obter lucros financeiros, que compensaram a queda do lucro operacional”. Essas empresas, também para contrabalançar a queda do lucro operacional, procuraram ampliar as exportações, racionalizar custos, demitir trabalhadores e concentrar capital, como estratégia defensiva.

Deve-se destacar também os primeiros movimentos, no final da década, para uma liberalização financeira externa<sup>27</sup>. Com a resolução nº1289 de 1987, foram ampliadas as aplicações em carteira, através dos Anexos I, II e III. Já com a resolução nº1460 de 1988, foi permitida a conversão de títulos de dívida externa em investimentos

<sup>27</sup> Os aspectos mais específicos da abertura financeira no Brasil serão destacados no próximo item como elementos da implantação do receituário neoliberal no Brasil. Eles são apenas citados aqui por fazerem parte do contexto de transição entre as duas décadas.

no Brasil. Ainda nesse contexto, foi criado o mercado de câmbio flutuante, um importante passo para a liberalização cambial, e regulamentou-se o acesso de empresas brasileiras ao mercado externo, através de títulos emitidos por instituições internacionais, lastreados em ações de empresas brasileiras (as ADR's e GDR's).

Esses movimentos de liberalização financeira externa já fazem parte do contexto de abertura que caracterizará os anos 90, e foram fundamentais para a retomada do acesso aos capitais externos presentes no renovado cenário de abundante liquidez internacional.

### 3.2- ANOS 90: A IMPLEMENTAÇÃO NO BRASIL DA ESTRATÉGIA NEOLIBERAL DE DESENVOLVIMENTO

A virada dos anos 80 para os 90 assistiu à volta da liquidez internacional por conta dos processos de desregulamentação e globalização financeiras, o que permitiu aos países endividados voltarem ao circuito de financiamento externo após uma década de forte retração do capital externo. Além da nova configuração internacional, a volta aos mercados financeiros internacionais também foi determinada por outros condicionantes.

Em primeiro lugar, ocorreu um processo de reestruturação das dívidas externas que se caracterizou pela securitização dessas dívidas, nos moldes do chamado Plano Brady. A concepção original deste – pelo menos a mais difundida<sup>28</sup> – defendia a possibilidade de diminuição do valor da dívida externa, mediante redução do principal da dívida e/ou dos juros a serem pagos, da extensão dos prazos de pagamento, e da substituição das obrigações (passivos) com taxas de juros flutuantes por títulos com taxas fixas (processo de securitização).

O Brasil foi um dos últimos países da América Latina a finalizar o acordo sob os termos do Plano Brady em abril de 1994, embora as negociações já viessem do final dos anos 80. O acordo brasileiro fez referência apenas à parte do setor público com bancos comerciais estrangeiros e, na prática, significou o levantamento da moratória parcial que vigorava desde 1989. Portella Filho (1994: 86) estima que o desconto total da dívida

---

<sup>28</sup> Em um exaustivo e minucioso estudo sobre a concepção e a implementação do Plano Brady na América Latina, Portella Filho. (1994: 65-66) adverte: “estranhamente, as características continuistas do Plano Brady passaram meio despercebidas pelas avaliações técnicas preliminares de alguns especialistas e da imprensa brasileira que, no geral, deram destaque excessivo à proposta de redução das dívidas. Nem todos perceberam que – colocada em bases voluntárias e entregue à administração dos cartéis bancários – a redução da dívida acabaria se tornando uma meta secundária do plano”.

líquida<sup>29</sup> ficou em US\$ 4,7 bilhões, o que representou apenas 14,5% da dívida elegível para redução e 5,5% da dívida externa pública antes do acordo<sup>30</sup>. Considerando a dívida externa pública antes do acordo e aquela elegível para redução, o grau de abrangência do plano para o caso brasileiro foi de apenas 37,6% da primeira.

Mais do que os resultados do acordo, o importante para os objetivos deste estudo é que a implementação da reestruturação da dívida externa nestes moldes impunha condicionalidades na opção de política econômica interna, isto é, os devedores que recorreram ao Plano Brady tiveram normalmente que se submeter ao Consenso de Washington<sup>31</sup>. Vale salientar que, mesmo com a negociação encerrada em 1994, o capital externo já voltava a entrar no país desde 1990, por causa do processo de liberalização financeira externa iniciado ainda no governo Sarney. O excesso de liquidez internacional, provocado pela desaceleração mundial em 1990-92, também favoreceu o fluxo de capitais.

A adesão ao Consenso de Washington, portanto, não foi apenas a aceitação de uma condicionalidade “técnica” referente à renegociação da dívida externa mas, muito além disso, representou a opção de um projeto de longo prazo que, além de uma política de estabilização, abrangeu reformas estruturais na economia, no Estado e na forma de inserção internacional do país<sup>32</sup>. O neoliberalismo tardio dos anos 90 é o que marca a nossa história recente e deixará como herança problemas estruturais que, sem uma nova opção de política de inserção internacional, sofrerão, no máximo, mudanças formais.

### 3.2.1- Os planos de estabilização: a panacéia da estabilização continua

Logo no início de seu mandato, Fernando Collor implementou um plano de estabilização que, segundo o próprio, constituía sua *única* “bala na agulha para enfrentar o tigre da inflação”. O Plano Collor I, aplicado a partir de março de 1990, diagnosticava o excesso de gastos governamentais e de demanda privada como a causa do processo

<sup>29</sup> Esse indicador inclui o desconto captado nas recompras e bônus (US\$ 3,9 bilhões), o valor presente da redução dos juros, incluindo o esperado após 1994 (US\$ 4,7 bilhões), e o impacto negativo do financiamento das cauções (US\$ 3,9 bilhões), que é feito mediante imobilização de reservas e/ou novos empréstimos.

<sup>30</sup> “Esse indicador permite observar que parte substancial do desconto captado pelos devedores no curto e médio prazo foi neutralizado pelo aumento do endividamento líquido decorrente do financiamento das cauções” (Portella Filho, 1994: 87).

<sup>31</sup> “No que diz respeito aos devedores, eles continuariam submetidos a um tratamento **caso a caso** de suas dívidas e teriam que realizar reformas estruturais e ajustes macroeconômicos supervisionados pelo FMI e BIRD” (Portella Filho, 1994: 62 – **negrito original**).

<sup>32</sup> Para uma avaliação global de todo o conjunto de reformas veja-se Cano (2000).

inflacionário e, portanto, o seu “arsenal” incluía medidas de caráter monetário-financeiro e tributárias.

Entre 15 de março e 15 de abril, os preços ficaram congelados, sendo posteriormente flexibilizados, mas com prefixação. O cruzado novo (NCz\$), moeda vigente, ainda foi substituída pelo cruzeiro (Cr\$). A negociação de preços, a partir de 1991, passou a ser feita em *câmaras setoriais* com a participação de governo, empresas e sindicatos. Quanto aos salários, o reajuste em março ainda foi feito pela lei antiga mas, a partir daí, ele foi pré-fixado, sendo que a parcela não-corrigida seria negociada livremente. Deu-se o mesmo tratamento ao salário mínimo, adicionando-se 5% caso a inflação fosse superior a 5%, tomando como base de cálculo para esta uma determinada *cesta básica*. A taxa de câmbio sob um regime flutuante foi controlada para evitar oscilações mais bruscas.

A medida que suscitou maior controvérsia foi o confisco dos depósitos à vista e aplicações financeiras. Especificamente, o governo reteria por 18 meses essas aplicações e contas, sendo devolvidas nos 12 meses seguintes com correção monetária e juros de 6% ao ano. Para as contas correntes e poupanças, a retenção foi feita para saldos superiores ao equivalente de US\$ 1.000,00. Para fundos *overnight* e de curto prazo, o valor retido correspondeu a 75% do valor das aplicações, enquanto que para os demais ativos a retenção foi de 80% do valor da aplicação. Além disso, estabeleceu-se uma tributação ampliada sobre as aplicações financeiras, com IOF sobre saques em 25% para ouro financeiro, 25% para títulos do mercado de valores e 8% para os demais.

Além da tributação sobre aplicações financeiras, o ajuste fiscal incluiu a indexação e redução dos prazos de recolhimento dos impostos, a ampliação da tributação, elevação das alíquotas, e suspensão dos incentivos regionais, com exceção da Zona Franca de Manaus. O objetivo fundamental era obter um superávit operacional de 2% do PIB com um esforço fiscal de 10% do PIB (Filgueiras, 2000: 87). Para tanto, ainda foram feitas uma reforma patrimonial com venda de ativos da União e o lançamento de um maciço programa de privatizações, e uma reforma administrativa que envolveu o fechamento de órgãos públicos e a demissão de funcionários.

O Plano Collor I representou um verdadeiro calote da dívida pública, fato que pode ser constatado quando se observa que, em dezembro de 1989, a dívida interna pública federal representava 13% do PIB, e em setembro de 1992 essa participação caiu para 8,5% do PIB (Cano, 2000: 233). Do ponto de vista de seu objetivo fiscal, pode-se considerar que ele obteve considerável sucesso imediato, já que o superávit público

operacional em 1990 foi de 1,3% do PIB, sendo que o resultado primário foi positivo em 4,6% do PIB. Entretanto, prontamente, a “única bala” decantada por Collor parecia ter errado o “alvo”.

No setor interno, a inflação que, em março de 1990, era de 81%, foi reduzida para 10% em média no período abril-maio, subiu para 14% em média em setembro-outubro e 19% em dezembro, totalizando 1800% no ano (Cano, 2000: 234). O próprio resultado positivo no déficit público foi revertido, pois em 1991 o superávit primário reduziu-se à metade do ano anterior, e a manutenção do superávit operacional só foi conseguida graças ao calote da dívida interna já mencionado. Do lado real, a economia entrou em forte declínio, com uma taxa de crescimento negativa em mais de 4% em 1990.

Além disso, do lado externo, o desequilíbrio nas transações correntes (déficit de quase US\$ 4 bilhões) ocorreu em uma situação de financiamento não favorável (saída líquida de capitais em mais de US\$ 4,7 bilhões), definindo uma situação de inviabilidade externa.

Por conta desse fracasso, em fins de janeiro de 1991, é lançado o Plano Collor II com o congelamento por prazo indeterminado de preços e salários, a unificação das datas-base de reajustes salariais pela média real dos últimos 12 meses, com possibilidade de correções futuras, e novas medidas de aperto monetário e fiscal. Além disso, foi imposta uma *tablita* para contratos, efetuou-se um reajuste de 60% nas tarifas e preços públicos, e foram extintos os fundos com operação sobre o *overnight* e o indexador geral da economia (Bônus do Tesouro Nacional – BTN), sendo criada a TR (fixada pelo Banco Central) como pré-fixador de correção monetária. No final desse mesmo ano, ainda foi feita uma nova reforma fiscal de emergência, quando se criou a UFIR como unidade de correção tributária.

Os resultados não foram tão catastróficos como no plano anterior mas, mesmo assim, a economia em 1991 cresceu apenas 1% e a inflação que havia passado de 12% em março para 6% no período abril-maio, voltou a crescer para 22% em dezembro.

Em 1992 foi mantida a ortodoxia de redução dos gastos públicos com arrocho salarial, muito embora as contas externas tenham obtido um alívio. A recessão do período 90-91, em conjunto com a desvalorização cambial acumulada desde janeiro de

1990, colocou um freio nas importações<sup>33</sup>, ao mesmo tempo que as exportações cresceram de maneira razoável. Assim, o saldo comercial positivo (US\$ 15,3 bilhões em 1992) foi suficiente para reverter o déficit em transações correntes observado no ano anterior. Além disso, o forte ingresso de capital externo, com origem no grande diferencial dos juros internos em relação aos internacionais, no processo de abertura financeira já em andamento, e na renegociação da dívida externa, ajudou no desafogo das contas externas.

No ano seguinte, foi alterada a política salarial quando foram aumentados os níveis reajustáveis para salários privados e encurtados os prazos de reajuste para os salários do governo. O que se observa, entretanto, é que no período 1991-93, após sua abrupta redução, o processo inflacionário voltou a se estabelecer.

Na verdade, após o *impeachment* do presidente Collor em 1992, “o perfil político do novo presidente, de viés antiliberal, juntamente com a natureza frágil do equilíbrio das forças políticas que lhe dava sustentação, reduziu o ímpeto das reformas previstas pelo governo anterior, em que pese ter aumentado o ritmo das privatizações – que sofreu modificações em algumas de suas regras” (Filgueiras, 2000: 90).

Após o “interregno” Itamar, a implementação da concepção neoliberal de desenvolvimento foi acelerada, mas, para isso, era preciso antes cumprir as metas de estabilização macroeconômica para que o capital externo, já atraído pelo diferencial de juros e pelo processo de liberalização financeira, continuasse financiando as contas externas. Esse é o papel primordial que cumpriria o Plano Real.

### 3.2.2- Embasamento teórico e implementação do Plano Real

É possível perceber a origem do Plano Real, ao menos no que se refere à sua concepção teórica original, no debate a respeito das causas da inflação no Brasil na década de 80. Naquele debate, separava-se os fatores que aceleravam a inflação daqueles que mantinham a tendência inflacionária. Nesse sentido, os componentes essenciais do processo inflacionário seriam dois. Os choques de oferta e/ou demanda, definidos por impulsos que perturbam periodicamente o ritmo de elevação dos preços, considerados como causas primárias, ou fatores aceleradores da inflação. Em segundo

<sup>33</sup> O valor total das importações não caiu tanto assim (de US\$ 21 bilhões em 1991 para US\$ 20,6 bilhões em 1992), mas estes fatores contribuíram para que a explosão das importações, dado o radical processo de abertura comercial já implantado, fosse retardada momentaneamente.



lugar, tem-se o resíduo inflacionário não explicado por choques, em que a taxa de inflação passada tende a se refletir na taxa de inflação presente, o que lhe forneceria uma dinâmica de auto-alimentação e, justamente por isso, recebeu o nome de inércia inflacionária.

O componente inercial seria determinado pelos mecanismos mais institucionais de indexação formal e, principalmente, pela capacidade que os agentes econômicos teriam de recompor seus picos de renda real, ao repassar o aumento de custos para os preços, mantendo suas respectivas participações relativas na renda, o que definiria um conflito distributivo. Como os reajustes de preços não são sincronizados no tempo, cada reajuste específico procura levar em consideração os outros e, assim sucessivamente, definindo um processo de repasse geral aos preços das modificações de custos.

A partir do diagnóstico da inflação inercial, as propostas de política de estabilização seguem o “paradigma da hiperinflação”. Segundo este, em um processo hiperinflacionário, os reajustes de preços se tornam cada vez mais simultâneos. No limite, a simultaneidade dos reajustes leva ao final do conflito distributivo e, portanto, ao término da inflação inercial. Dentro deste paradigma surgiram duas propostas. A primeira foi a do Choque Heterodoxo (Lopes, 1986), composto por um congelamento geral de preços, salários e da taxa de câmbio, e por uma reforma monetária, com o objetivo de sincronizar os reajustes e equilibrar os preços relativos, o que apagaria a memória (inércia) inflacionária. Além disso, seriam liberadas as políticas monetária e fiscal como forma de garantir o combate a possíveis novos choques. Essa proposta foi o embasamento teórico do Plano Cruzado, aplicado em 1986.

A segunda proposta foi a da Moeda Indexada (Resende, 1985), segundo a qual a implementação do choque heterodoxo apresentaria dificuldades. Como não existe sincronia perfeita nos reajustes de preços, um congelamento abrupto deixaria os preços relativos desequilibrados, isto é, alguns deles ficariam abaixo dos seus valores reais médios e outros acima. Em outras palavras, ocorreria uma espécie de congelamento do conflito distributivo, sem resolvê-lo, e os agentes seriam obrigados a desistir de melhorar suas respectivas posições relativas.

Como alternativa, propunha-se a introdução de uma moeda indexada periodicamente pelo governo, de forma tal que a moeda circulasse paralelamente à moeda oficial, com a vantagem de que a primeira estaria defendida do imposto inflacionário. Em termos práticos, o que ocorre é a retirada das funções unidade de conta e reserva de valor da moeda oficial, mas mantém-se a circulação paralela para

obter a credibilidade da nova moeda. Quando isto fosse conseguido, operar-se-ia a troca das moedas, inclusive na função de meio circulante. O argumento é bastante simples. A moeda indexada diariamente e a conversão de todos os contratos para a nova moeda levam à indexação total e instantânea da economia. Essa superindexação provocaria o fim do conflito distributivo e, portanto, da inflação inercial. Para que isso levasse à estabilização, as causas consideradas primárias (déficit público e política monetária frouxa) deveriam estar sob controle, de forma que a inflação fosse essencialmente inercial. Esta proposta é a base teórica do Plano Real.

Não é apenas o embasamento teórico que origina os laços familiares entre os dois planos de estabilização (Cruzado e Real). Segundo Filgueiras (2000: 100), a formulação do Plano Real teria aprendido com a experiência do Cruzado em quatro sentidos: (i) a inflação não seria apenas inercial e a fragilidade financeira do Estado constituir-se-ia em um dos componentes fundamentais; (ii) a passagem *abrupta* de preços e salários para a nova moeda traria consigo as pressões inflacionárias da velha moeda (sancionamento de desalinhamento prévio dos preços relativos); (iii) com a redução da inflação, o consumo tenderia a se elevar e ocorreria um processo de remonetização, dada a elevação dos encaixes reais, o que definiria a necessidade de controle da política monetária; e, (iv) o salário real médio poderia crescer e pressionar o consumo no curto prazo.

O Plano Real foi lançado em três etapas. Inicialmente, na virada de 1993 para 1994, apresentou-se o Plano de Ação Imediata (PAI) com o objetivo de promover o equilíbrio fiscal operacional e garantir a premissa de uma inflação essencialmente inercial. Controlado o déficit operacional, o que restasse, isto é, o déficit nominal residual, seria muito mais uma questão monetária do que fiscal. O PAI gerou cortes profundos na proposta orçamentária de 1994, com a “esterilização” de 20% das destinações orçamentárias, no que ficou conhecido como Fundo Social de Emergência (FSE). Talvez porque o termo “social” soasse irônico em demasia, mais tarde o FSE transformou-se em Fundo de Estabilização Fiscal (FEF).

Em 01/03/1994 é introduzida a Unidade Real de Valor (URV) como uma nova unidade de conta. O objetivo era promover a superindexação da economia através dessa unidade<sup>34</sup>, como reajuste diário controlado pelo governo, sempre em paridade com o

<sup>34</sup> “Na prática, o programa estimulou a aceleração dos preços e, em seguida, ampliou e intensificou sua ‘inércia’: a média mensal da alta dos preços passou de 33% no terceiro trimestre de 1993, para 36% no quarto, subindo de 42% para 46% entre janeiro e junho de 1994” (Cano, 2000:237).

dólar. Por isso, além de unidade de conta, a URV passou a ser encarada como uma reserva de valor pelos agentes. Desta forma, embora a conversão dos contratos para a URV fosse opcional, com exceção dos salários que tinham a obrigatoriedade de conversão pelo salário real médio do quadrimestre anterior, os agentes econômicos foram convertendo seus contratos para URV. A superindexação controlada pelo governo garantiu o realinhamento dos preços relativos e o fim do conflito distributivo, sem necessidade de congelamento.

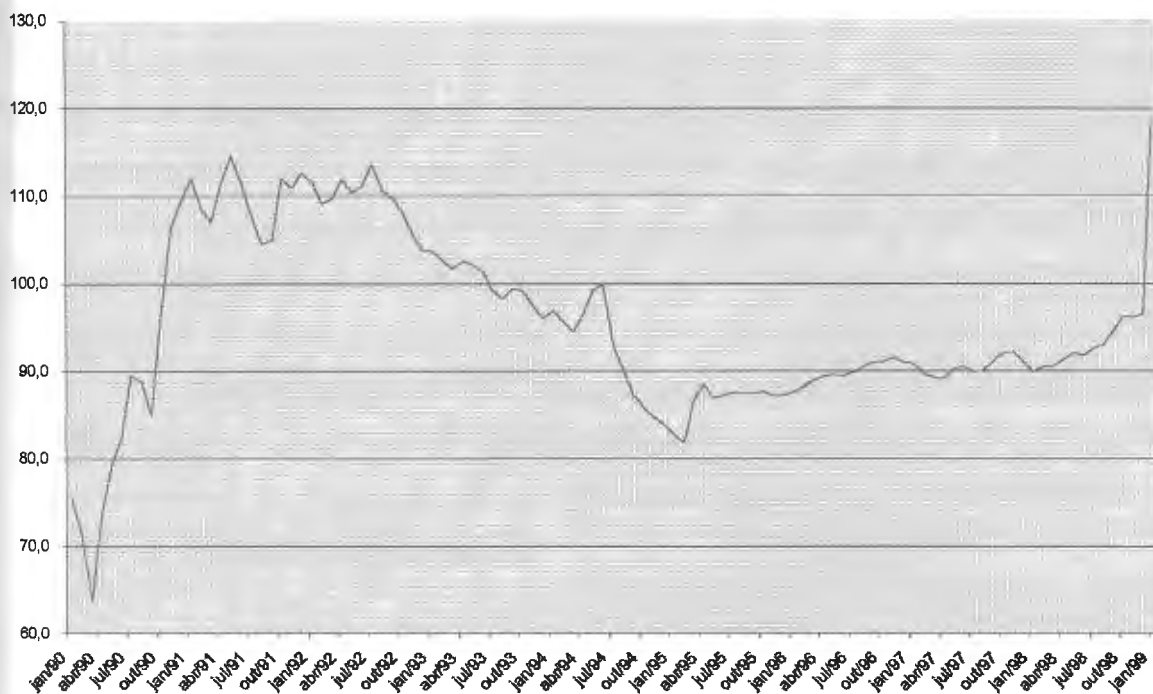
Em 01/07/1994, transformou-se a URV em meio circulante, com a denominação de “Real”, na proporção de 1URV para 1 R\$, equivalendo a CR\$ 2.750 (moeda antiga). Além do mais, a taxa de câmbio foi determinada, inicialmente, com um limite superior de R\$ 1 para cada dólar, mas sem fixação de um nível inferior, definindo um regime de bandas cambiais assimétricas. Em março do ano seguinte, optou-se por um regime puro de bandas cambiais com o estabelecimento de limites superior e inferior. Dentro desse intervalo, a taxa de câmbio flutuaria de acordo com as oscilações de mercado; além dele, o Banco Central interviria para manter a flutuação dentro das bandas, vendendo dólares quando a cotação se aproximasse do teto, e comprando na situação inversa. Na prática, o que ocorreu é que mesmo dentro das bandas, o Banco Central atuou no mercado cambial de forma a garantir uma determinada cotação favorável para determinada conjuntura<sup>35</sup>.

Essa atuação do Banco Central só poderia ser efetivada se houvesse um nível de reservas internacionais que lhe permitisse intervir no mercado de divisas. Como os capitais externos já vinham entrando no país antes da efetivação do Plano Real, por conta dos diferenciais de juros, da abertura financeira, e das condições externas favoráveis, formou-se o chamado “colchão de reservas”. As reservas internacionais atingiram US\$ 32,2 bilhões no final de 1993 e US\$ 38,8 bilhões ao final do ano seguinte. Essa entrada de dólares é que propiciou a determinação das bandas de forma a manter o câmbio sobrevalorizado em relação ao dólar.

---

<sup>35</sup> Neste ponto não é feita uma análise da administração da política econômica, nem do manejo dos instrumentos de política, durante as sucessivas conjunturas que se apresentaram nos tempos de vigência do Plano Real. Isto será feito no próximo capítulo, na medida em que se entende que as restrições enfrentadas pelo país estão subordinadas ao quadro estrutural que se formou ao longo da década.

Gráfico 1 – Evolução da taxa de câmbio efetiva\* (1990-1999)



\*leva em consideração o IPA e a inflação dos principais parceiros comerciais do país.

Fonte: IPEADATA.

O gráfico 1 identifica nitidamente três períodos distintos para a taxa de câmbio efetiva na década de 90. O primeiro período corresponde à fase dos planos de estabilização do governo Collor, onde ocorreu uma substancial desvalorização cambial. O segundo período, iniciado em outubro de 1992 e estendendo-se até o final de 1998, apresenta uma forte valorização do câmbio efetivo. Como o estabelecimento das bandas cambiais só é iniciado em julho de 1994, a responsabilização da âncora cambial no processo de sobrevalorização deve ser relativizada, pois esta já é nítida desde 1992. Não é mera coincidência que é justamente nesse ano que a conta de capital no balanço de pagamentos se torna positiva. Se em 1991 essa conta foi deficitária em US\$ 1,4 bilhão, no ano seguinte o saldo positivo correspondeu a US\$ 6,1 bilhões. Isto não é nada mais do que o reflexo da forte entrada de capitais que se inicia por conta do processo de abertura financeira, em conjunto com as altas taxas domésticas de juros. O terceiro período, de forte desvalorização cambial, reflete a crise cambial de janeiro de 1999.

O papel da política cambial no Plano Real, em seu primeiro momento, antes da crise de janeiro de 1999, foi duplo. Por um lado, a âncora cambial, definida pelas bandas, amparava a desaceleração dos preços das demais variáveis e, por outro lado, a sobrevalorização cambial contribuía para essa mesma desaceleração, uma vez que os

produtos importados ficavam mais baratos para o mercado interno. Isto provocava a concorrência dos importados com os produtos nacionais, potencializando o efeito da abertura comercial, levando à redução dos preços internos, pelo menos para aqueles setores que sofreram essa concorrência externa. Além disso, a sobrevalorização era um meio de conter a demanda agregada, uma vez que nossos produtos ficavam mais caros para os compradores internacionais. Com menos demanda, os preços tendem a cair.

Fazendo uma avaliação que leve em conta os objetivos propostos pelos próprios programas de estabilização macroeconômica, isto é, a redução e o controle da inflação e do déficit público, vê-se que, no balanço da década, obteve-se um relativo sucesso. No tocante ao combate à inflação, a tabela 5 mostra que, dos planos de estabilização da fase pré-Real, a redução da inflação só foi observada no início da década, entre 1990 e 1991, e, mesmo assim, por pouco tempo. O controle inflacionário só foi obtido depois de 1994, com a implantação do Plano Real.

Tabela 5 – Variação anual dos preços em % (1990-1999)

Ano	IGP-DI	IPA-DI	IPC-DI	IPC-FIPE	ICV
1990	2739,7	2734,7	2938,1	2902,4	3256,8
1991	414,7	404,7	440,8	410,6	458,7
1992	991,4	976,9	998	965,2	980,7
1993	2103,7	2065,4	2169,6	1920,4	2054,8
1994	2406,8	2279	2668,5	2502,5	2782,4
1995	67,5	58,8	81,6	76,8	102,4
1996	9,34	8,09	11,34	10,04	13,18
1997	7,48	7,78	7,21	4,83	6,11
1998	1,7	1,51	1,66	-1,79	0,47
1999	19,98	28,9	9,12	8,64	9,57

Fonte: FGV, FIPE e DIEESE, apud Filgueiras (2000: 155), e Conjuntura Econômica para 1999.

Quanto ao déficit público, pela tabela 6, observa-se que a obtenção de saldos positivos no conceito primário durante toda a década, excluindo 1996 e 1997, só redundaram em superávits operacionais até 1994, com exceção de 1992. Após esse período, que coincide com a fase pós-Real, os déficits operacionais foram sempre substanciais, chegando a representar 7,5% do PIB em 1998. A comparação dos resultados nominais com os operacionais mostra que a substancial redução dos déficits no primeiro conceito se deve à abrupta redução da inflação conseguida pelo Plano Real, o que não garantiu melhores resultados no conceito operacional. Sendo assim, do ponto de vista do déficit público, parece que o discurso oficial inerente ao Plano Real, segundo

o qual a implementação de um ajuste fiscal conseqüente tornaria o déficit nominal uma questão monetária, fez parte apenas do discurso. Isto em que pese todo o esforço na obtenção de saldos positivos no conceito primário.

Tabela 6 - Déficit público em % do PIB (1990-2000)\*

Conceito / Ano	Primário	Operacional	Nominal
1990	-4,60	-1,30	29,6
1991	-2,85	-1,35	23,3
1992	-2,26	2,16	43,1
1993	-2,67	-0,25	59,1
1994	-5,29	-1,37	45,5
1995	-0,36	4,88	7,2
1996	0,09	3,75	5,9
1997	0,92	3,2	5,0
1998	-0,01	7,54	8,0
1999	-3,07	3,25	9,5
2000	-3,56	2,70	4,5

\*os valores negativos indicam superávit.

Fonte: Conjuntura Econômica

Antes de conseguir a redução da inflação com o Plano Real, as reformas neoliberais de abertura externa, tanto comercial, quanto financeira, já vinham sendo implantadas desde o início da década.

### 3.2.3- O processo de abertura comercial

Durante a década de 80, as restrições impostas ao ingresso de produtos importados eram variadas. As restrições tarifárias incluíam tanto o valor elevado das tarifas de importação, quanto a imposição de sobretaxas sobre essas tarifas. Do lado das barreiras não-tarifárias destacavam-se o estabelecimento da necessidade de financiamento externo para operações de importação de bens de capital, a exigência de anuência prévia de órgãos da administração federal para a importação de alguns produtos específicos, e a obrigatoriedade de criação de um programa anual de importação por empresa.

Entretanto, um dos instrumentos não-tarifários mais importantes da década de 80 talvez tenha sido a proibição de aquisição externa de vários produtos incluídos no chamado Anexo C. Este era constituído por uma extensa lista com cerca de 1300 produtos com guias de importação suspensas, exceção feita para os casos realizados sob

*draw back* e com acordos internacionais. Esse instrumento funcionava de forma tal que, quando as contas externas (comercial e de transações correntes) se mostravam desfavoráveis, o número de produtos incluídos na lista era aumentado. Assim, enquanto 19,8% dos produtos se encontrava no Anexo C em 1980, em 1981, 1982 e 1983, esse percentual cresceu, respectivamente, para 25,1%, 30,6% e 40%. Em 1987, dados os problemas externos, esse percentual atingiu 29,6%, quando em 1985-86 ele já havia sido reduzido para apenas 17,3% (Barros et al., 1996: 07).

O processo de abertura comercial no Brasil teve início ainda no biênio 1988-89. Em julho de 1988 foi implementada uma reforma tarifária que visou aproximar as tarifas legais de importação das efetivas, ao suprimir parte dos regimes especiais de importação. Além disso, foram eliminadas algumas sobretaxas importantes, como o IOF de 25% sobre operações de câmbio para importação e a taxa de melhoramento de portos equivalente a 3%. No ano seguinte, uma reforma tarifária reduziu as alíquotas de importação de bens intermediários e de capital.

Assim, o biênio 1988-89 pode ser considerado o início do processo de abertura comercial, mesmo antes do governo Collor, como frisam Moreira e Correa (1997), por conta da diminuição da redundância tarifária média de 41,2% para 17,8%, de uma pequena alteração na estrutura tarifária, da abolição da maior parte dos regimes especiais de importação, e da unificação do grau de proteção tarifária da indústria local. Sob este último aspecto, Fritsch e Franco (1992: 68) ressaltam que a tarifa média foi reduzida de 51,2% em 1988 para 37,4% no ano seguinte, enquanto que a tarifa modal reduziu-se de 30% para 20% no mesmo período, e a amplitude tarifária passou de 0 – 105% para 0 – 85%. Em outras palavras, duas das principais características de um processo de abertura comercial já foram observadas nesse biênio: (i) redução da tarifa média sobre importações; e, (ii) diminuição da dispersão tarifária<sup>36</sup>.

Com a posse do governo Collor em 1990, o processo de abertura comercial foi acelerado. Os elementos centrais na alteração desse processo foram três. Em primeiro lugar, foram revogadas a isenção e a redução tributária contempladas nos regimes especiais de importação que ainda existiam. Em segundo lugar, foram extintas as restrições quantitativas às importações, reconstituindo-se a tarifa aduaneira como instrumento básico de proteção. Finalmente, teve início a implantação progressiva de

<sup>36</sup> Isto em que pesem os apelos de Oliveira (1993: 13-14) para caracterizar este período como uma racionalização tarifária, ao invés de uma liberalização comercial.

uma reforma tributária, no sentido de uma maior redução das alíquotas e da dispersão tarifária.

Na verdade, a política de comércio exterior do governo Collor ficou inteiramente subordinada à “nova” política industrial, proposta pelo governo no documento PICE (Diretrizes Gerais para a Política Industrial e de Comércio Exterior) de 26/06/1990<sup>37</sup>. A concepção que norteava o documento era a da redução progressiva dos níveis de proteção, com a redução das tarifas e a eliminação da distribuição indiscriminada de incentivos e subsídios, de forma a fortalecer os mecanismos de concorrência e mercado. A exposição da indústria à competição internacional asseguraria ainda o incentivo ao aumento da produtividade e qualidade dos produtos locais. Foi sob estas diretrizes que se deu a sequência da abertura comercial no governo Collor, posteriormente intensificada nos governos seguintes.

Já no seu primeiro dia de governo, Collor introduziu uma legislação que revogava todas as isenções e reduções de imposto de importação e de IPI sobre importações, exceção feita aos casos de *draw back*, bens de informática, Zona Franca de Manaus, e às Zonas de Processamento de Exportação, mais tarde extintas. Em seguida, foram revogadas as listas de bens com importações suspensas (Anexo C), e as exigências de apresentação de programas de importação, de anuência prévia de órgãos da administração federal para importação (exceção à informática), e de financiamento externo para as importações de bens de capital com cobertura cambial.

Completando a eliminação das restrições não-tarifárias, foi revista posteriormente a política de informática, com a redução do número de produtos sujeitos à exigência de anuência prévia para importação e produção no país, e o compromisso quanto à extinção da reserva de mercado. Esta se definia tanto pela suspensão das proibições às importações como pela presença de capital estrangeiro no setor de produção doméstico.

A reforma tarifária, por sua vez, abrangeu a redução, em junho de 1990, das alíquotas relativas ao complexo têxtil, insumos e máquinas agrícolas, insumos químicos e bens de capital sem produção nacional<sup>38</sup>, e a elaboração de um cronograma de

<sup>37</sup> Guimarães (1995) faz uma análise da subordinação da política de comércio exterior do governo Collor à política industrial, de caráter explicitamente neoliberal, proposta pela PICE.

<sup>38</sup> As portarias MEFP 363/90 e 126/91 reddefiniram o conceito de bens de capital de fabricação nacional, admitindo-se um índice de nacionalização de 70% - posteriormente de 60% - para efeito de benefícios fiscais, financiamento oficial e compra por órgãos públicos (Guimarães, 1995).



reduções tarifárias até 1994, conforme a tabela 7, cronograma este que foi antecipado em fevereiro de 1992.

Tabela 7 – Cronograma de reduções tarifárias

Cronograma inicial	1990	15/02/91	01/01/92	01/01/93	01/01/94
Cronograma antecipado*	1990	15/02/91	01/01/92	01/10/92	01/07/93
Media da tarifa (%)	32,2	25,3	21,2	17,1	14,2
Moda (%)	40	20	20	20	20
Desvio padrão (%)	19,6	17,24	14,2	10,7	7,9

\*cronograma revisto em fevereiro de 1992.

Fonte: Guimarães (1995: 09).

A política de promoção de exportações, por seu lado, foi menos agressiva. A lei 8187/91 reativou o mecanismo de crédito, através de autorização ao Tesouro Nacional, para pactuar encargos financeiros inferiores ao respectivo custo de captação do PROEX (Programa de Financiamento às Exportações), ao mesmo tempo em que concedeu ao financiador o estímulo equivalente à cobertura da diferença entre os encargos pactuados com o tomador e o custo de captação de recursos. Já a lei 8402/92 ampliou o mecanismo de *draw back* e reafirmou os incentivos fiscais a exportações do final dos anos 80.

Em 1994 a política comercial sofreu algumas modificações, mas no sentido de aprofundar o processo de abertura comercial<sup>39</sup>. Foram reduzidas novamente as alíquotas de importação, em alguns casos para zero ou 2%, sobretudo para bens de consumo com peso significativo nos índices de preço. Adicionalmente, foi antecipada para setembro de 1994 a entrada em vigor da TEC<sup>40</sup>. As tabelas 8 e 9 mostram que o resultado, tanto para a tarifa nominal como para a efetiva<sup>41</sup>, foi o aprofundamento da liberalização (redução da tarifa e da sua dispersão).

<sup>39</sup> Kume (1996) chegou a afirmar que o ápice da liberalização das importações poderia ser identificado em setembro de 1994, por conta de (i) forte sobrevalorização cambial, (ii) antecipação em três meses da TEC (Tarifa Externa Comum) do Mercosul, e (iii) reduções tarifárias efetuadas para pressionar preços internos.

<sup>40</sup> Em março de 1991 foi assinado o Tratado de Assunção, que deu origem ao Mercosul. Estava programada para janeiro de 1995 a vigência de uma Tarifa Externa Comum de 20% e uma tarifa modal de 14%. Estabeleceu-se também uma *lista de exceções* por país, a ser extinguida em 2006 (Cano, 2000: 246).

<sup>41</sup> A proteção efetiva é definida como o aumento percentual no valor adicionado doméstico proporcionado pela estrutura de proteção tarifária e não-tarifária relativamente ao valor adicionado obtido em situação de livre comércio.

Tabela 8 – Tarifa nominal e TEC (em %)

	Julho/93	Dezembro/94	Dezembro/95	TEC-2006 <sup>1</sup>
Média simples	13,2	11,2	13,9	11,9
Média ponderada <sup>2</sup>	11,4	9,9	11,5	10,6
Mediana	12,8	9,8	12,8	12,8
Mínima <sup>3</sup>	0	0	0	0
Máxima <sup>4</sup>	34	24,7	55,5	19,6
Desvio padrão	6,7	5,9	9,5	4,6

1-ano de plena vigência sem a lista de exceções.

2-com base no valor adicionado.

3-referente a extração de petróleo e carvão.

4-referente a automóveis, caminhões e ônibus, com exceção de dez/94 que corresponde a indústria de laticínios.

Fonte: Kume (1996: 09).

Tabela 9 – Tarifa efetiva e TEC (%)

	Julho/93	Dezembro/94	Dezembro/95	TEC-2006 <sup>1</sup>
Média simples	18,9	14,4	23,4	15,3
Média ponderada <sup>2</sup>	14,5	12,3	12,9	15,4
Mediana	15,1	11,3	14,6	14,4
Mínima <sup>3</sup>	-2,0	-1,9	-1,9	-1,7
Máxima <sup>4</sup>	129,8	44,6	270,9	53,1
Desvio padrão	21,7	9,7	45,9	9,2

1-ano de plena vigência sem a lista de exceções.

2-com base no valor adicionado.

3-referente a extração de petróleo e carvão.

4-referente a automóveis, caminhões e ônibus.

Fonte: Kume (1996: 09).

As tabelas 8 e 9, entretanto, também mostram que 1995 foi um ano de aparente recuo na liberalização das importações, notadamente no que diz respeito à dispersão tarifária. De fato, os efeitos da crise mexicana de dezembro de 1994, o problema nas nossas contas externas e pressões protecionistas de alguns setores, fizeram com que o governo impusesse algumas “restrições às importações através de aumentos nas tarifas de um grupo de produtos selecionados e da utilização pontual de restrições não-tarifárias, cuja aplicação tinha sido eliminada em março de 1990” (Kume, 1996: 05).

Contudo, antes de representar uma alteração na concepção da política comercial, essas medidas representam apenas ajustes pontuais em resposta a certas conjunturas adversas nas contas externas. Reconhecendo isso, um importante membro do governo Fernando Henrique reafirma o compromisso do governo com a abertura quando diz que: “o Brasil está à vontade para aproximar-se com cautela da ALCA e das tentativas de apressar sua implementação. Não tem motivo para nenhum complexo de inferioridade em matéria de liberalismo comercial, pois, nesta década, realizou um dos mais rápidos,

drásticos e maciços processos de abertura de que se tem registro em países mais industrializados” (Serra, 1998: 20).

Esse processo de abertura comercial teve impactos profundos sobre a estrutura da economia brasileira nos anos 90. Em primeiro lugar, a abertura comercial, em conjunto com a sobrevalorização cambial provocou um enorme crescimento das importações, que se traduziu em vultosos déficits comerciais. O total de importações em 1989 chegou a US\$ 18,3 bilhões, passando para US\$ 21 bilhões em 1991, US\$ 33 bilhões em 1994, atingindo US\$ 61,4 bilhões em 1997. Por sua vez, o superávit comercial de US\$ 16 bilhões em 1989 caiu para US\$ 10,4 bilhões em 1994, e se transformou em um déficit que percorreu todo o período 1994-2000. Em 1997, esse déficit totalizou US\$ 8,4 bilhões.

Deve-se ressaltar também a modificação na composição desse valor total de importações para a década de 90: “destaque-se, ainda, que o incremento do *quantum* importado foi ainda mais expressivo (23% ao ano), haja vista que os preços de importação caíram de forma quase ininterrupta nesse período” (Markwald, 2001: 15).

Outro efeito importante da abertura comercial foi o crescimento dos coeficientes de importação e exportação. O coeficiente de exportação da indústria (exportações sobre consumo aparente) passou de 9,1% em 1990 para 13,7% em 2000 (Markwald, 2001: 21). Entretanto, esse crescimento foi muito inferior ao do coeficiente de importação.

Tabela 10 – Coeficiente de penetração das importações<sup>1</sup> (1999-2000)

Macro-complexo	Construção	Metal-mecânico	Têxtil	Agro-indústria	Química	Total <sup>2</sup>
1990	2,5	6,6	2,3	3,0	10,4	6,4
1991	2,9	8,8	3,2	3,4	10,6	7,3
1992	2,5	9,0	3,5	2,8	9,6	7,1
1993	2,4	10,3	6,5	3,6	10,2	8,1
1994	3,0	13,9	8,4	4,8	11,8	10,3
1995	4,1	18,8	13,2	7,1	14,8	13,8
1996	4,1	19,2	14,1	6,1	15,8	13,9
1997	4,4	23,3	16,6	7,1	15,7	15,8
1998	4,3	27,0	15,4	7,3	14,6	16,3
1999	3,8	24,9	12,2	5,4	13,3	14,3
2000	4,2	24,4	13,6	5,1	13,9	14,6

1-importações sobre consumo aparente, com base no câmbio real de 2000.

2-média da indústria.

Fonte: FUNCEX, apud Markwald (2001: 18).

A tabela 10 mostra o coeficiente de penetração das importações entre 1990 e 2000 para a indústria total e sua composição por macrocomplexos. Percebe-se claramente que o coeficiente de importações da indústria passou de 6,4% em 1990 para 14,6% em 2000, um crescimento bem maior do que o do coeficiente de exportações. Por macrocomplexos, destacaram-se nesse sentido o metal-mecânico (que inclui o setor de máquinas e equipamentos) e o têxtil. Especificamente no que se refere ao setor bens de capital, esse coeficiente passou de 13,5% em 1991 para 57,6% em 2000 (Markwald, 2001: 10)<sup>1</sup>

Por outro lado, Laplane et al. (2000: 78) revelam que esse efeito da abertura comercial se deu de forma mais intensa nas empresas de capital estrangeiro do que nas empresas de capital nacional. O coeficiente de exportação das empresas estrangeiras passou de 9,6% em 1989 para 10,8% em 1997, enquanto que o de importação subiu de 3,9% para 9%. Embora o mesmo processo tenha ocorrido nas empresas nacionais, ele não foi tão intenso. O coeficiente de exportação passou de 6,6% em 1989 para 8% em 1997 e o de importação de 2,5% em 1989 para 5,3% em 1997.

O que ocorreu, na verdade, foi uma mudança estrutural na economia brasileira durante os anos 90. O processo de abertura comercial, em conjunto com a valorização cambial, levou a um brutal crescimento das importações, não acompanhado pelas exportações. Como não se tratou de algo meramente conjuntural, a demanda tendeu a se deslocar dos produtos domésticos para os produtos importados, elevando a propensão a importar da economia. Notadamente, o avanço deste efeito rumo aos setores intermediários de produção provocou um verdadeiro *processo de desubstituição de importações*<sup>12</sup>

#### 3.2.4- Liberalização da conta de capital e abertura financeira

O processo de abertura financeira, implementado no Brasil a partir da virada dos anos 80 para os 90, possui uma especificidade em relação a outros países latino-americanos. Essa especificidade se encontra na proibição de depósitos e empréstimos em moeda estrangeira, tanto para residentes quanto para não-residentes, no sistema bancário local. Dessa forma, mesmo com o avanço da abertura em relação às transações

<sup>12</sup> Quanto ao coeficiente de importações, “para o total da indústria, atingiu-se, em 1995, níveis similares àqueles prevalentes no período pré-II PND (1968-73) ou no período pré-Plano de Metas” (Morcira e Corra, 1997: 74).

de entrada e saída, no que diz respeito à conversibilidade entre moedas, só são permitidas transações com títulos públicos indexados ao câmbio e créditos com correção cambial. Nesse sentido, a liberalização financeira brasileira na década de 90 foi menos intensa do que na Argentina e no México. Mesmo assim, o grau de abertura financeira cresceu consideravelmente no período.

#### 3.2.4.1- Processo de desregulamentação do mercado financeiro interno

A desregulamentação financeira interna teve início com a reforma bancária de 1988 que, através da Resolução 1524/88 do Bacen, autorizou a formação de bancos universais (múltiplos). A lei também extinguiu a carta-patente, instrumento através do qual era autorizado o funcionamento de novas instituições financeiras. “Pelas novas regras, bancos comerciais e bancos de investimento foram autorizados a constituírem, entre si ou com financeiras, uma pessoa jurídica única, formando um banco múltiplo” (Hermann, 1999: 31). Na prática, a reforma significou um reconhecimento institucional a algo já praticado.

Em 1991 é apresentado o Plano Diretor para o Mercado de Capitais, que foi parcialmente implementado em 1993. Esse plano modificou a lei das Sociedades Anônimas (S.A.) e criou novos mecanismos e fundos (para investimento em títulos com correção cambial, por exemplo) com o intuito de flexibilizar a captação de poupança interna e externa. A nova lei sobre S.A. apresentou “pouco avanço na criação de novos dispositivos de controle e fiscalização para dar maior transparência às informações das empresas; não alterou o limite de dois terços para a formação do capital com ações preferenciais, possibilitando com isso o controle da empresa, com apenas 17% (51% das ações ordinárias) e eliminou o *direito de recesso* (direito de ações), reduzindo assim os direitos de acionistas minoritários para facilitar privatização, fusão, divisão ou compra/venda de empresa” (Cano, 2000: 249-250).

A criação de novos mecanismos de captação de recursos está intimamente ligada ao crescimento da dívida pública e ao crescimento do mercado de títulos em maior proporção do que o de crédito bancário. Com as altas taxas de juros oferecidas pelos títulos públicos federais, ocorreu uma reestruturação dos ativos das instituições financeiras, de forma que cresceu a parcela decorrente de títulos e valores mobiliários

nas carteiras dessas instituições<sup>43</sup>. Essa parcela passou de 4,9% para 24% na carteira dos bancos públicos entre 1994 e 1998. Já no que se refere aos bancos privados, essa parcela cresceu de 8,6% em 1994 para 26,5% em 1998. Em 1999, os bancos privados nacionais tiveram 31,8% de suas receitas provenientes da aplicação nesses ativos (Andima, 2001: 34).

A década de 90 assistiu a uma considerável evolução da indústria de fundos. Em 1995, como componente do processo de reformulação dos fundos, foram criados os Fundos de Investimento Financeiro (FIF's), regulamentados pelo Bacen e, em sua maior parte, relacionados a investimento de renda fixa. Esses fundos substituíram a estrutura anterior com multiplicidade de produtos, cada qual com normas específicas relativas a composição de carteira, prazo de aplicação e liquidez de quotas. O mais importante, entretanto, é que a flexibilização permitida na composição das carteiras dos FIF's possui poucas exceções: (i) limitação para aplicação em ações ou em quotas de fundos regulamentados pela CVM em 20% do patrimônio total; e, (ii) observação das normas de diversificação de risco.

Os fundos regulamentados pela CVM, atualmente denominados Fundos de Investimentos em Títulos e Valores Mobiliários, foram simplificados nas regras de diversificação de risco e de composição de carteira. Não existe limite para investimentos representados por ações, valores imobiliários e derivativos, mas as operações de renda fixa, em geral, estão limitadas a 49% do patrimônio total<sup>44</sup>.

### 3.2.4.2- Abertura ao capital externo

A abertura financeira no Brasil foi iniciada no biênio 1987-1988. No que se refere à liberalização cambial, em dezembro de 1988, a criação do segmento de câmbio de taxas flutuantes foi um fato marcante. Inicialmente chamado de mercado de câmbio administrado, esse segmento absorvia as transações relativas a viagens internacionais mas, no ano seguinte, ele incorporou outros tipos de transações como transferências unilaterais e uso de cartão de crédito internacional, dentre outros. Concretamente, esse

<sup>43</sup> “Entre 1994 e 2000 (posição de final de ano), o patrimônio líquido dos fundos cresceu mais de 240% em termos reais, passando de R\$ 47 bilhões (13% do PIB) para R\$ 296 bilhões (27% do PIB). Desse total, cerca de 90% referem-se a fundos de investimento financeiro, cujas características são compostas majoritariamente por títulos públicos federais (cerca de 70%)” (Andima, 2001: 42).

<sup>44</sup> Uma análise completa do novo perfil do Sistema Financeiro Nacional nos anos 90 e o maior crescimento da indústria de fundos, em relação ao crédito bancário, pode ser encontrada em Andima (2001).

segmento cambial permitiu a ampliação dos limites de operações cambiais e maiores facilidades para investimentos brasileiros no exterior (Gonçalves, 1996: 138).

Em março de 1990, foi criado o segmento de câmbio livre, caracterizando o processo da liberalização cambial brasileira dentro de um contexto de regime de câmbio dual. O segmento de câmbio comercial foi utilizado para a balança comercial, conversão de moeda nacional para remessa e conversão de investimentos e de empréstimos no exterior<sup>45</sup>. A partir daí, as condições de acesso ao mercado cambial foram expandidas seja pela autorização para qualquer banco comercial operar no segmento flutuante, pela ampliação dos limites das posições comprada ou vendida dos bancos autorizados a operar no mercado de câmbio, ou pela não identificação do vendedor no segmento flutuante. Este último aspecto permitiu o aumento da oferta de divisas proveniente tanto do mercado paralelo como dos depósitos brasileiros no exterior<sup>46</sup>. Em maio de 1991, foi autorizada a entrada direta de investidores institucionais estrangeiros no mercado acionário doméstico, livre de restrições, através do mercado de câmbio comercial.

O processo de liberalização cambial terminou por revogar a centralização cambial, estabelecida pela Resolução 1564 de 16/01/1989. Segundo esta, o pagamento de juros, lucros, dividendos e principal da dívida externa seriam feitos a critério do Banco Central. As primeiras medidas do processo de revogação da centralização cambial foram tomadas em 1991, com a liberalização dos pagamentos de juros e do principal da dívida de médio e longo prazo para os setores privado e público não-financeiro.

Outro mecanismo que manifesta uma maior liberdade cambial se encontra na permissão de operações com moeda nacional por parte dos não-residentes. A Carta Circular nº 5 do Banco Central do Brasil (Bacen), de 27/02/1969, já permitia a existência das contas de não-residentes (chamadas contas CC-5). Entretanto, a Resolução nº 1946, de 29/07/1992, e a Carta Circular nº 2242, de 07/10/1992, ampliaram sua abrangência, ao incluir as instituições financeiras em seu escopo, desobrigando-as de autorização para movimentar suas contas. Em suma, este

---

<sup>45</sup> A unificação dos dois segmentos, comercial e flutuante, só veio ocorrer mais tarde, precisamente, a partir de fevereiro de 1999, quando o CMN autorizou a unificação das posições de câmbio dos bancos nos dois mercados (Freitas e Prates, 1998 e Prates, 1999). A medida implicou no desaparecimento do mercado flutuante, que envolvia transações que necessitavam de autorização do Banco Central. A unificação do câmbio aumentou a conversibilidade e, portanto, a liberdade da conta de capital.

<sup>46</sup> “Criou-se, assim, um mecanismo formal que funciona como uma ‘ponte’ tanto com o mercado paralelo e como uma ‘ponte’ para o retorno de capitais brasileiros no exterior. Com este mecanismo, passa a haver uma mobilidade (quase completa) entre o mercado paralelo e o sistema oficial de câmbio” (Gonçalves, 1996: 139).

mecanismo ampliou a liberdade na movimentação de capital e, portanto, elevou o grau de conversibilidade cambial no país. Já no início de 1992, o Banco Central havia permitido a livre conversibilidade dos depósitos denominados em moeda nacional em contas de instituições financeiras não-residentes, potencializando ainda mais os mecanismos próprios do segmento de câmbio flutuante.

As contas CC-5 deram acesso ao mercado financeiro brasileiro mediante as contas de não-residentes do mercado de câmbio flutuante, e não estavam sujeitas a restrições de tipo de aplicação, constituindo-se assim no principal canal de entrada de *hot money*. Se possuíam maior risco cambial, apresentaram, em compensação, grande rentabilidade no diferencial das taxas de juros domésticas, em relação às internacionais (Freitas e Prates, 1998).

Do ponto de vista da captação de recursos externos, o processo de liberalização financeira no Brasil dos anos 90 teve duas características: (i) expansão brutal do lançamento de títulos em moeda estrangeira por parte de empresas brasileiras (*bônus*, *commercial papers*, etc.); e, (ii) forte entrada de investidores estrangeiros no mercado de capitais brasileiro, a partir de maio de 1991. Esses recursos externos se aproveitaram em muito do enorme diferencial entre as taxas domésticas de juros e as internacionais, além do que as alterações na regulamentação e no marco regulatório também caracterizaram o processo de liberalização financeira que permitiu a volta do país ao circuito financeiro internacional<sup>47</sup>.

A ampliação do acesso dos residentes às fontes externas de financiamento se deu tanto pelo mercado de capitais, como pelo mercado de crédito, e a alteração na legislação que possibilitou essa ampliação envolveu a expansão do leque de instrumentos financeiros à disposição, e a alteração nos prazos mínimos de captação e na tributação incidente.

Como exemplo dessas alterações, deve-se citar a Resolução 1743/90, que permitiu a emissão de *commercial papers* por empresas brasileiras, as resoluções 1809 (substituída pela 2770/2000), 1834 e 1848, todas de 1991, que autorizaram a emissão de outros instrumentos de dívida no mercado financeiro internacional (Certificados de Depósito, *Export Securities*, e títulos – ADRs – e debêntures conversíveis em ações), e

<sup>47</sup> “Pode-se afirmar que as mudanças atuais na legislação referentes à colocação de papéis no exterior tiveram como objetivo adequar o marco regulatório doméstico ao novo modelo de financiamento internacional, ancorado na securitização das dívidas e na dissolução das fronteiras entre os segmentos de renda fixa e variável e entre os mercados de crédito e de capitais (dívida ‘indireta’ e direta, respectivamente)” (Prates, 1997: 105-106).



a Resolução 1847/91, que isentou do imposto de renda os juros e os demais custos associados à colocação de papéis no exterior, para transações com um prazo superior a 2 anos. Em 1992, a Resolução 1972 regulamentou os investimentos estrangeiros no país através dos certificados representativos de ações e outros valores mobiliários de empresas emitidos e negociados nos EUA (ADR's) e outros mercados (GDR's)<sup>48</sup>.

No tocante à liberalização das transações de entrada, destaca-se ainda a abertura do mercado financeiro nacional aos investidores estrangeiros conforme as várias modalidades de investimento de portfolio. Neste ponto, ainda em 1987, a Resolução 1289 estabeleceu a regulamentação que disciplinava as Sociedades de Investimento – Capital Estrangeiro (Anexo I), os Fundos de Investimento – Capital Estrangeiro (FICE – Anexo II), e as Carteiras de Títulos de Valores Mobiliários – Capital Estrangeiro (CTVM – Anexo III). O Anexo I tinha como finalidade a orientação dos recursos ingressados na aplicação em carteira diversificada de títulos e valores mobiliários. O Anexo II, por sua vez, dizia respeito aos recursos sob a forma de fundo aberto com as cotas adquiridas apenas por estrangeiros. Assim, enquanto os Anexos I e II regulamentavam o investimento de portfolio com instituições financeiras constituídas no país, o Anexo III regulamentava o investimento de portfolio através de carteiras de valores mobiliários mantidas e com cotas negociadas no exterior.

Em março de 1991 é criado pelo Conselho Monetário Nacional (CMN), através da Resolução 1832, o Anexo IV à Resolução 1289/1987, regulamentando as carteiras de valores mobiliários de companhias abertas por investidores institucionais estrangeiros. Diferentemente das outras modalidades, o Anexo IV não incluía requerimentos de diversificação e de capital inicial, possuía duração indeterminada, e estabelece isenção de tributação sobre ganhos de capital. Além disso, “esse Anexo acabou absorvendo o Anexo III (...) e tornou-se a principal modalidade de entrada de capital estrangeiro nas bolsas de valores domésticas a partir de então (...) sua instituição significou a flexibilização dos canais de investimento de portfolio estrangeiro nas bolsas de valores domésticas” (Prates, 1997: 114).

A regulamentação sobre o investimento de portfolio, através do Fundo de Renda Fixa – Capital Estrangeiro (FRFCE), ainda procurou diferenciar o investimento externo em renda variável do mercado de renda fixa. Este fundo, autorizado em 1993, permitia o investimento dos recursos em títulos do tesouro ou do Bacen (até a faixa de 35%), em

---

<sup>48</sup> Esta modalidade de investimento de portfolio também é conhecida como Regulamento Anexo V à Resolução 1289 de 20/03/1987.

títulos de renda fixa de empresas e instituições financeiras sediadas no país (CDB's e quotas do FAF).

Em 16/03/1995, a Resolução 2148 possibilitou a captação de recursos externos pelos bancos para repasses a pessoas físicas e jurídicas para financiamento de custeio, investimento e comercialização da produção agropecuária. Por outro lado, a Resolução 2170 de 30/06/1996 facilitou a captação dos bancos para repasse a pessoa física ou jurídica para financiamento imobiliário. Finalmente, a Resolução 2312 de 05/09/1996 fez o mesmo para repasses a empresas exportadoras. Todas essas resoluções estabeleceram um prazo mínimo de 180 dias para essas operações, e completaram as mudanças no marco regulatório sobre a emissão de títulos no exterior.

Mais recentemente, no biênio 1999-2000, o marco regulatório foi alterado no sentido de atualizar e simplificar as aplicações de não-residentes nos mercados domésticos financeiro e de capitais. Ao mesmo tempo que a Resolução 2689 de 26/01/2000 indicava a extinção dos Anexos I e II, ela estabeleceu uma data limite para adaptação dos recursos ingressados pelo Anexo IV às novas disposições, e possibilitou a transferência dos recursos ingressados sob o Anexo V à nova sistemática.

Na prática, com a nova regulamentação, o capital externo de portfolio não precisa mais declarar o tipo de aplicação que pretende fazer. Com isso, os investidores podem transferir seus recursos no país de uma aplicação para outra sem restrição. Assim, o novo marco regulatório não representou uma redução do grau de abertura financeira mas, ao contrário, no sentido de simplificar a regulamentação sobre o investimento externo de portfolio, significou a reafirmação do compromisso do país com a liberalização do fluxo de capital externo.

No tocante à conversibilidade interna da moeda, o processo de liberalização no Brasil não foi tão radical como os implementados na Argentina e no México. No início de 1990, como já comentado, foi criado o mercado livre de câmbio, com o Banco Central deixando de comprar/vender divisas à taxa estipulada. Ao longo do processo de liberalização foi ampliado o leque de ativos indexados ao dólar, inclusive de títulos públicos, e expandida a liberdade de posse de divisas no mercado flutuante. As autorizações do Banco Central para expansão das posições compradas em moeda estrangeira, por parte das instituições financeiras, terminou legalizando a demanda por moeda estrangeira como ativo de reserva.

Segundo Gonçalves (1999b: 104), “o processo de abertura para o capital estrangeiro não pode ser separado do forte processo de liberalização financeira. A

desregulamentação financeira ocorrida no país ao longo dos anos 90 criou condições mais favoráveis para as ECE [Empresas de Capital Estrangeiro] atuantes no país”. Dentre os mecanismos que facilitaram o movimento do capital externo, o autor cita a possibilidade de lançamento de títulos no mercado internacional (incluindo a emissão de certificados representativos de ações como ADR’s e GDR’s e de outros valores mobiliários), o uso das contas de não-residentes em moeda estrangeira (CC-5), a permissão para pagamento por tecnologia entre filial e matriz, e a criação dos fundos de privatização para capital estrangeiro.

Esse capital externo, sob a forma de investimento direto estrangeiro<sup>49</sup>, também se beneficiou do aumento na conversibilidade da conta corrente na medida em que este, além da liberalização do movimento do investimento de portfolio, incluiu a simplificação dos procedimentos para remessa de lucros e dividendos e a eliminação do imposto de renda suplementar para essas remessas, e a redução do imposto de renda das mesmas de 25% para 15% nos anos de 1991 e 1992. Isto, na prática, igualou o capital estrangeiro ao capital nacional (Freitas, 1996).

Ao longo da década de 90, as restrições ao investimento direto estrangeiro foram sendo abolidas. No período 1991-93 é que se deu a alteração na legislação flexibilizando as restrições à remessa de lucros e pagamento por tecnologia. Adicionalmente a estes estímulos à saída de capital, o artigo nº 171 da Constituição Federal, que distinguia as empresas brasileiras das empresas brasileiras de capital nacional, favorecendo as segundas, foi alterado de forma a tratá-las igualmente. Já em 1994 ocorreu o término da Lei de Informática, o que acarretou na elevação da entrada de capital no setor<sup>50</sup>.

### 3.2.4.3- Impactos e modificações na estrutura do Sistema Financeiro Brasileiro

A entrada substancial de capital externo na década de 90 pode ser observada na tabela 11.

<sup>49</sup> O Bacen considerava, em 1997, o capital externo sob a forma de investimento direto os recursos ingressados que representavam, no mínimo, 10% do capital votante ou 20% do capital total, e tem como naturezas básicas o investimento em imóveis, subsidiárias e filiais, e a participação em empresas no país (Bacen, 1997).

<sup>50</sup> Para um estudo pormenorizado da evolução do IDE e de seus determinantes ao longo da década ver Gonçalves (1999b).

Tabela 11 - Captação Bruta de Recursos Externos no Brasil 1991-97  
(Composição em %)

Capital Externo \ Período	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Investimento Direto	6,0	7,4	2,7	5,2	6,1	12,1	13,8
Investimento de Portfolio	6,5	21,7	46,1	58,0	45,9	32,4	30,1
- Anexo IV	4,1	16,7	44,7	47,7	40,9	29,1	25,0
Empréstimo em Moeda	37,9	44,8	33,8	20,3	29,5	35,5	27,5
Vinculado ao Comércio Exterior	49,5	26,0	17,5	16,5	18,5	20,0	28,5
Total em %	100	100	100	100	100	100	100
- em US\$ milhões	11.627	17.791	32.667	43.073	53.885	78.949	128.984

Fonte: Bacen, *apud* Prates (1999: 35).

No período 1991-97, a captação bruta de recursos externos chegou a cerca de US\$ 367 bilhões. Deve-se ressaltar também que, na composição desse capital externo ingressante, a parcela relativa ao investimento de portfolio cresce a partir de 1992 e, já no ano seguinte, torna-se a principal fonte de recursos externos com 46,1% do total. Desses recursos ingressados sob a forma de investimento de portfolio é de chamar a atenção a grande participação dos que ingressaram na modalidade do Anexo IV, principalmente no período 1993-95. Em 1994, por exemplo, apenas os recursos captados sob a forma do Anexo IV representaram 47,7% do total<sup>51</sup>.

Como ressalta Prates (1999: 44), a quase totalidade do investimento de portfolio ingressou por meio do Anexo IV, sendo direcionada principalmente para a aquisição de ações de empresas estatais no amplo processo de privatização ocorrido na década<sup>52</sup>. Isto fez com que o mercado secundário de ações tenha sido o segmento do mercado financeiro mais atingido pela abertura financeira. Em um trabalho anterior (Prates, 1997: 164-165), a mesma autora ressaltava que “a abertura financeira na década de noventa apenas legalizou a entrada direta de investidores institucionais estrangeiros nas bolsas de valores domésticas, ou seja, no mercado secundário de ações. A compra de ações no mercado primário continua proibida. Os investidores estrangeiros têm acesso a

<sup>51</sup> Em 1998, o saldo líquido da movimentação de recursos sob a forma do Anexo IV foi negativo em US\$ 2,5 bilhões, já indicando o período de fuga de capitais que culminaria na crise de janeiro de 1999.

<sup>52</sup> O IDE também teve o seu direcionamento principal para o processo de privatização, de fusão e aquisição de empresas. Segundo dados do Bacen e do World Investment Report da UNCTAD, em 1997 essa rubrica era de 61,2% do total do IDE, e em 1998 chegou a 95%!

esse mercado apenas quando são realizadas emissões globais de ações ou através de ADRs de nível III”<sup>53</sup>.

As modificações na estrutura do Sistema Financeiro Nacional (SFN) do período são nítidas no sentido de sua maior concentração, crescimento da participação estrangeira e diminuição das instituições públicas, principalmente as estaduais (Andima, 2001: 31)<sup>54</sup>. Esses foram os impactos sobre a estrutura do SFN dos processos de desregulamentação e abertura financeiras.

Tabela 12 – Volume total negociado no mercado de derivativos na BM&F (1994-00)

Item selecionado	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Total (em US\$ bilhões)	1577	3044	4744	6904	5864	2370	3808
Média diária (em US\$ bilhões)	6,4	12,4	19,1	27,7	23,8	9,6	15,4
Juros futuro (% do total)	61,4	59,1	59	46,6	53,7	54,3	60,7
Índice de ações futuro (% do total)	7,2	4,4	5,6	6,4	4,2	4,4	5
Dólar futuro (% do total)	17,1	25,2	25,2	35,5	32,1	26,8	26,7
Ouro (% do total)	2	0,5	0	0	0	0	0
Produtos agropecuários (% do total)	1,6	1	0	0	0,1	0,2	0,2
Swaps (% do total)	10,4	7,8	7,2	8,3	7,5	12,3	6,5
Outros* (% do total)	0,3	2	3	3,2	2,4	1,9	0,9

\*opções flexíveis em US dólar, Ibovespa, C-Bonds e Teleouro.

Obs.: a queda nos valores absolutos em dólar para o biênio 99-00 reflete os efeitos da desvalorização cambial.

Fonte: Andima (2001: 40).

A estrutura do SFN tem como principal característica o fato de ser predominantemente bancário. O segmento bancário reúne mais de 90% do total de ativos no setor. Como 70% dos ativos do sistema bancário correspondem às 10 maiores instituições, constata-se a concentração prevaiente no setor. As operações do setor estão fortemente concentradas no segmento de títulos públicos, dado o crescimento e o estoque atual da dívida pública. Isso fez com que as operações de crédito representem apenas 27% do PIB<sup>55</sup>, o mercado privado de papéis ainda seja pequeno (estoque equivalente a 12% do PIB), e o mercado de ações tampouco seja muito ativo. O volume total negociado na Bovespa em 2000 correspondia a 17% do PIB (Andima, 2001: 24). Entretanto, segundo a CVM<sup>56</sup>, o mercado de capitais cresceu 5 vezes mais do que o PIB.

<sup>53</sup> Diferentemente dos níveis I e II, os ADRs de nível III envolvem a oferta pública de valores mobiliários.

<sup>54</sup> O peso do BNDES no ativo total das instituições financeiras capazes de financiar investimento cai da média de 24,8% em 1974-88 para 15,2% em 1989-97 (Hermann, 1999: 36).

<sup>55</sup> A relação crédito / PIB em outros países comprova a afirmação: 36% no México, 66% no Chile, 97% na China e 82% nos EUA.

<sup>56</sup> Conforme publicado no periódico Valor em 05/05/2000, e consta em [www.cvm.org.br](http://www.cvm.org.br).

Calculando o valor de mercado das ações com base em seus preços e na quantidade de empresas abertas com ações negociáveis em bolsa, a CVM estimou que esse valor correspondia a 7,3% do PIB em 1991, cresceu para 34,8% em 1994 e, após cair para 20,7% em 1998, atingiu 37,6% do PIB em 1999, demonstrando uma certa evolução no período. O mercado de derivativos, por sua vez, teve um alto grau de desenvolvimento dos seus principais produtos, conforme a tabela 12.

Outra alteração significativa na estrutura do SFN diz respeito ao crescimento dos bancos múltiplos na composição das instituições bancárias. Em dezembro de 1989, o número de instituições bancárias sob a forma comercial era de 61; os bancos de investimento eram 33 e os bancos múltiplos 114. Em dezembro de 2000 essa composição era de 28 bancos comerciais, 18 bancos de investimento e 164 bancos múltiplos.

No que se refere à desnacionalização do SFN, a estratégia do governo se aproveitou de uma “brecha legal” para modificar o marco regulatório. Segundo o artigo 192 da Constituição Federal de 1988, o SFN deveria ser regulado por lei complementar, incluindo o referente às condições de participação estrangeira. Na ausência da lei, prevaleceu o artigo 52 das Disposições Constitucionais Transitórias, que vedava a instalação de novas instituições financeiras domiciliadas no exterior e o aumento do percentual da participação das já instaladas. Entretanto, isso não se aplica a autorizações que resultem de acordos internacionais ou sejam do interesse do governo brasileiro.

Aproveitando a brecha e em conformidade com o projeto implantado, considerou-se de “interesse do governo brasileiro” o aumento da participação estrangeira no SFN. Dessa forma, desde agosto de 1995, já foram lançados mais de cem decretos presidenciais reconhecendo “tal interesse”. Com a Resolução 2815 do Conselho Monetário Nacional, revogando o artigo 17 do Anexo III à Resolução 2099/94, o Bacen flexibilizou, a partir de janeiro de 2001, a interpretação daquela vedação constitucional, possibilitando a instituições nacionais com participação ou controle estrangeiros a instalação de novas agências, sem necessidade de autorização por decreto presidencial. A relevância dessa medida se dá porque 84% do total das instituições financeiras “estrangeiras” no país corresponde a esse tipo.

A desnacionalização bancária torna-se clara com os dados das tabelas 13, 14 e 15, que apresentam a participação percentual das instituições nos ativos, nos depósitos e nos créditos do setor bancário. Destaque-se a participação dos bancos com controle estrangeiro nas três variáveis, comparando-se os anos de 1994 e 2000.

Tabela 13 – Participação das instituições nos ativos da área bancária (em %) 1993-00

Instituição	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Bancos públicos	50,9	51,4	52,2	50,9	50,1	45,8	43	44
Bancos privados nacionais	40,7	41,2	39,2	39	36,8	35,3	33,1	32,2
Bancos com controle estrangeiro	8,4	7,2	8,4	9,8	12,8	18,4	23,2	23,9

Fonte: Andima (2001: 33)

Tabela 14 – Participação das instituições nos depósitos da área bancária (em %) 1993-00

Instituição	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Bancos públicos	56,3	55,9	58	61,2	59,1	51,2	50,6	48,5
Bancos privados nacionais	38,8	39,4	36,4	34,1	32,9	33,1	31,8	33,2
Bancos com controle estrangeiro	4,8	4,6	5,4	4,4	7,5	15,1	16,8	18,3

Fonte: Andima (2001: 33)

Tabela 15 – Participação das instituições nos créditos da área bancária (em %) 1993-00

Instituição	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Bancos públicos	61,8	59,1	62,1	58,1	52,2	53,2	47,5	46,6
Bancos privados nacionais	31,5	35,4	31,8	32,7	35,4	31	31,7	33,1
Bancos com controle estrangeiro	6,6	5,2	5,7	8,6	11,7	14,9	19,8	20,3

Fonte: Andima (2001: 33)

Os bancos múltiplos possuem mais de 70% do ativo total do setor na média dos anos 90 (Hermann, 1999: 34). Dentre as principais alterações na operação desses bancos, durante a década, destaca-se o aumento relativo das operações externas (haveres externos e operações cambiais), tanto pelo lado do ativo como pelo lado do passivo. Do lado do ativo essas operações representavam 8,2% do total dos bancos privados em 1988-90, e passaram para 17% em junho de 1997, enquanto que do lado do passivo correspondiam a 19,9% em 1991 e chegaram a 26,4% em 1997 (Hermann, 1999: 54 e 57). Essas alterações representam o aumento no grau de abertura financeira no setor.

#### 3.2.4.4 – Administração do grau de abertura financeira

De acordo com as circunstâncias conjunturais, dadas pelos momentos de instabilidade no mercado financeiro internacional, o governo alterou os parâmetros da abertura financeira, principalmente após 1993. As variáveis de controle utilizadas foram tanto a taxação (IOF e imposto de renda, este, em geral, nulo) quanto a regulação da diversificação das aplicações.

A partir de meados de 1993, o governo implementou algumas medidas ora para restringir o fluxo líquido de capital externo, ora incentivando a entrada e saída dos recursos. O próprio discurso oficial apontava o crescimento da dívida pública e as limitações imperantes sobre a política macroeconômica como as razões para a necessidade dos ajustes no grau de abertura, especificamente para meados de 1993. Do lado das emissões de títulos no exterior, foram ampliados os prazos mínimos de amortização, e para efeito de benefício fiscal, de dois e cinco anos para três e oito respectivamente. Mais tarde, em dezembro de 1994, foi suspensa a autorização automática dessas emissões e os prazos de renovação foram alterados. Quanto à taxa, o IOF sobre emissões no exterior, que era de 3%, passou para 7% em outubro de 1994, foi zerado em março de 1995, elevado para 5% cinco meses mais tarde, e novamente zerado em abril de 1997.

Para o investimento de portfólio foram proibidas as aplicações nos fundos de *commodities* no Anexo V, em setembro de 1993, e, no final do mesmo ano, foi vetada a utilização desses recursos na aquisição de valores mobiliários de renda fixa e de debêntures em operações que resultassem rendimentos pré-determinados. O IOF, especificamente sobre recursos referentes ao Anexo IV, passou de 1% em outubro de 1994 para 0% em março de 1995. Cinco meses após foi proibida a aplicação desses recursos no mercado de derivativos, medida que foi anulada em abril de 1997.

Ainda em meados de 1993, no sentido contrário de outras medidas de gestão, foi aumentado o limite das posições compradas dos bancos – sem necessidade de depósito no Bacen – de US\$ 2 milhões para US\$ 10 milhões. Essa medida implicou o aumento da conversibilidade da moeda e, portanto, do grau de abertura financeira. Em agosto de 1995, o IOF sobre as contas de não-residentes (CC-5) correspondia a 7%, sendo reduzido para 2% em abril de 1997.

Especificamente sobre os Fundos de Renda Fixa – Capital Estrangeiro, autorizados em 1993, o IOF incidente foi majorado de 5% para 9% em outubro de 1994, retornando aos 5% em março de 1995. Posteriormente, em agosto do mesmo ano, esse imposto voltou a crescer para 7%, e tornou a cair para 2% em abril de 1997.

Em abril de 1996, o Banco Central impôs restrições à utilização das contas de não-residentes (CC-5), dentro desse espírito de manejo do grau de abertura financeira. A Carta Circular 2677 de 10/04/1996 tornou obrigatória a apresentação de documentos para transferências acima de US\$ 10 mil, além de estabelecer condicionalidades extras para a abertura das contas. “A partir daí, as contas de não-residentes somente podem ser



abertas e movimentadas por bancos credenciados a operar no mercado flutuante e não estão sujeitas a limites de transferência de recursos apenas se a instituição financeira no exterior mantiver relação de correspondência ou tiver vínculo acionário com o banco brasileiro depositário dos recursos” (Prates, 1999: 28)<sup>57</sup>.

O que essas medidas no manejo da tributação e composição do capital externo mostram claramente não é uma suposta indecisão, ou recuo, no projeto governamental de aprofundar o processo de liberalização financeira. Ao contrário, essas medidas demonstram que a estratégia de atuação do governo brasileiro no “controle” do capital externo se traduziu no mero manejo da política monetário-financeira de acordo com as necessidades conjunturais de financiamento externo da economia. Em situações de abundância de divisas (outubro de 1994 e agosto de 1995, por exemplo) foram impostas algumas pequenas restrições à entrada de capital de curto prazo. Por outro lado, em momentos de escassez/queda das reservas (março de 1995 e abril de 1997), a tributação e as regulamentações eram manejadas no sentido de flexibilizar o fluxo de capital externo.

Essa tentativa do governo de administrar conjunturalmente as circunstâncias momentâneas, dentro de um projeto de mais longa duração, não parece ter alterado a natureza deste. Magalhães (2000), ao estimar o grau de abertura da conta de capitais no Brasil durante o período 1988-98, constata que a imposição de algumas restrições ao capital de curto prazo, a partir de 1993, foi ineficaz em garantir ao Bacen maior controle sobre a taxa de juros. Isto é, a política econômica teve um reduzido grau de autonomia na determinação da taxa de juros, justamente porque o grau de abertura financeira no país é alto e crescente após 1992.

Dentro do projeto mais amplo de reformas estruturais, implantado no país nesta última década, o aumento do grau de abertura financeira tem sido estratégico. Prates (1997: 176) afirma que não foram os fatores internos (programa de estabilização e reformas neoliberais) os principais determinantes do retorno dos fluxos de capital externo. A autora argumenta que os fatores externos (nova ordem do sistema financeiro internacional e o ciclo dos países centrais) foram os determinantes em última instância, talvez em uma tentativa de diferenciar-se de análises mais tradicionais. Sem desconsiderar a importância de fatores externos, é de se perguntar: seria possível uma magnitude de entrada de capital externo nos anos 90, como aconteceu no Brasil, sem um

---

<sup>57</sup> Isto, obviamente, valeu até o momento em que foi extinto o segmento flutuante do mercado de câmbio.

processo de liberalização financeira da magnitude e profundidade que ocorreu? Embora o contexto internacional seja o mesmo para todos os países, a capacidade de resposta e/ou influência não é, dado que a natureza e a profundidade da inserção internacional ainda guardam em muito um caráter de opção nacional.

A argumentação ortodoxa, como visto no primeiro capítulo, defendia que o processo de abertura externa no Brasil levaria a um regime de maiores taxas de crescimento e redução da concentração de renda. Isso ocorreria não apenas porque o financiamento externo possibilitaria a elevação das taxas domésticas de poupança, mas também porque provocaria um choque de produtividade induzido pela concorrência dos produtos externos. Se os resultados defendidos por essa argumentação foram obtidos ou não é o que se passa a analisar.

CAPÍTULO 4

ABERTURA EXTERNA BRASILEIRA E SEUS IMPACTOS AO LONGO DA DÉCADA DE 90

O processo de abertura comercial e liberalização financeira que caracterizou a estratégia de inserção internacional do país na última década não produziu os efeitos propalados por análises teóricas convencionais e ideólogos dessa estratégia.

De fato, houve um sucesso incontestado no controle inflacionário, como visto anteriormente, quando os índices, que apontavam um patamar de quatro dígitos em 1994, passaram a apresentar dois dígitos em 1995 e apenas um em 1996. A obtenção de superávits nas contas públicas, ainda que apenas no conceito primário, também foi uma meta alcançada com relativo sucesso, dentro do componente de estabilização da estratégia implementada.

Entretanto, observando-se a tabela 1, é indiscutível o caráter pífio dos resultados em termos de crescimento econômico, acumulação de capital e geração de emprego.

Tabela 1 - Indicadores Macroeconômicos do Brasil (1989-2000)

	Taxa de crescimento	Taxa de crescimento per capita	Investimento (% PIB) <sup>1</sup>	Taxa de crescimento da FBKF <sup>2</sup>	Taxa de desemprego <sup>3</sup>
1989	3,2	1,4	-	-	3,3
1990	-4,4	-5,5	-	-	4,3
1991	1,0	-0,6	15,2	-1,8	4,8
1992	-0,5	-2,1	14,0	-8,6	5,7
1993	4,9	3,4	14,4	7,2	5,3
1994	5,9	4,3	15,2	12,5	5,1
1995	4,2	2,8	16,7	13,7	4,6
1996	2,7	1,2	16,5	2,5	5,4
1997	3,3	1,9	17,9	12,4	5,7
1998	0,2	-1,1	17,5	-1,8	7,6
1999	0,5	-0,5	16,1	-7,0	7,6
2000	4,4	3,1	15,7	nd	7,1

1-preços de 1980.

2-formação bruta de capital fixo.

3-médias anuais pela PME do IBGE.

Fonte: Banco Central, IBGE e IPEADATA.

Entre 1990 e 1999, a taxa média de crescimento da economia foi de 1,78% ao ano, enquanto que a taxa média em termos per capita atingiu menos de 0,38% ao ano. Se comparado com o período da década de 80, a década perdida, quando a economia brasileira cresceu em média 2,2% ao ano, não seria exagero considerar os anos 90 como a década mais do que perdida. A taxa média de investimento no período 1991-2000 foi de 15,9% do PIB, aos preços de 1980, inferior aos 17,7% médios dos anos 80. Não bastasse essa redução, a composição da taxa de investimento “mostra sensível piora, pois o peso dos bens de capital caiu de 34% em 1990 para cerca de 25% em 1996-1997, aumentando o da construção” (Cano, 2000: 266).

Em termos dos setores produtivos, Cano (2000: 271-274) ainda estima que a taxa média anual de crescimento do setor agropecuário entre 1989 e 1998 foi de 2,1%, mantendo sua participação relativa no PIB em 7,6%. Já a indústria de transformação teve o pior desempenho setorial. Sua taxa média anual de crescimento foi de 0,2%, pior do que os 0,9% da década de 80. A participação deste setor no PIB caiu para 20%, algo similar ao observado ainda na primeira metade da década de 50.

As taxas oficiais de desemprego, por sua vez, mais do que duplicaram durante a década de 90, saindo dos 3,3% da PEA (população economicamente ativa) em 1989 para 7,6% em 1999.

No setor externo, apesar do crescimento no volume de exportações, a situação tampouco foi animadora. Cano (2000: 270) constata que a pauta exportadora em 1989 era composta de 27,9% em produtos básicos, 14,5% em semi-manufaturados e 56,8% em manufaturados. Em 1997, essa composição já era, respectivamente, de 27,3%, 16% e 55%. Em relação à pauta importadora, os bens de consumo representavam 14,2% do total em 1989, os bens intermediários 35,3%, e os bens de capital 26,5%. Durante os anos 90, “enquanto estas últimas triplicaram em valor, as de bens de consumo e de intermediários quadruplicaram, colaborando com isso para o debilitamento e desestruturação de parte da agricultura e da indústria nacional” (Cano, 2000: 270)<sup>1</sup>.

Mas, afinal, de que forma a estratégia de inserção internacional passiva, respaldada no processo de abertura externa, conseguiu atingir tão medíocre desempenho?

---

<sup>1</sup> Os resultados pífios não deveriam assombrar aqueles que conhecem as experiências anteriores de abertura dos países periféricos. Mesmo desconsiderando os efeitos da liberalização financeira, Shafaeeddin (1994: 01) já havia constatado esses resultados: “in fact, trade liberalization has been accompanied by deindustrialization in many LDCs [least developed countries], and where export expanded it was not always accompanied by the expansion of supply capacity”.

#### 4.1- A VULNERABILIDADE EXTERNA COMO RESTRIÇÃO AO CRESCIMENTO

A própria montagem e execução da abertura comercial e financeira, aliadas à sobrevalorização cambial que caracterizou a segunda metade da década, criaram armadilhas e restrições que impediram o crescimento econômico do país.

O incentivo ao aumento das importações, por conta tanto da abertura comercial como da valorização do câmbio, e o ritmo lento de crescimento das exportações provocaram um substancial déficit comercial. Isso, aliado a um déficit histórico na balança de serviços, agravado pelo aumento das remessas de lucros e dividendos e do pagamento de juros, levou a consideráveis déficits em transações correntes (tabelas 2 e 3). A forma encontrada para financiamento dos déficits externos foi a atração dos capitais forâneos. Para tanto, ampliou-se a taxa de juros doméstica acima da internacional, em níveis que incrementassem a atração de capitais (diretos e de portfolio), o que definiu uma extrema dependência da economia brasileira frente aos movimentos erráticos do capital financeiro internacional, além dos crescentes empréstimos externos também contratados (gráfico 1).

Tabela 2 - Balanço de Pagamentos do Brasil em US\$ bilhões: contas selecionadas (1989-1994)

Conta \ Ano	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Balança Comercial	16,1	10,7	10,6	15,3	12,9	10,4
- Exportações	34,4	31,4	31,6	35,9	38,6	43,5
- Importações	18,3	20,7	21	20,6	25,7	33,1
Balança de Serviços	-14,8	-15,3	-13,5	-11,3	-15,5	-14,7
- Lucros e dividendos	-2,4	-1,6	-0,6	-0,5	-1,8	-2,5
- Juros líquidos	-9,6	-9,7	-8,6	-7,3	-8,2	-6,3
- Outros	-2,8	-4,0	-4,3	-3,5	-5,5	-5,9
Saldo em transações correntes	1,5	-3,8	-1,4	6,1	-0,6	-1,7
Movimento de capital	-4,1	-4,7	-4,1	25,2	10,1	14,3
- Empréstimos	1,9	-0,3	0,9	17,5	11,6	53,8
- Investimento de portfolio líquido	0,7	0,1	0,5	1,7	6,6	5,0
- Investimento direto estrangeiro líquido	0,1	0,3	0,5	1,1	0,4	1,9
- Amortizações pagas e refinanciadas	-14,5	-8,6	-7,8	-8,5	-9,9	-50,4
Saldo do balanço de pagamentos	-3,4	-8,8	-4,6	30,0	8,4	12,9

Fonte: Boletim do Banco Central.

Tabela 3 - Balanço de Pagamentos do Brasil em US\$ bilhões: contas selecionadas (1995-2000)

Conta \ Ano	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Balança Comercial	-3,2	-5,6	-8,4	-6,5	-1,2	-0,6
- Exportações	46,5	47,7	53	51,1	48	55,1
- Importações	49,7	53,3	61,4	57,6	49,2	55,7
Balança de Serviços	-18,6	-21,7	-26,9	-30,3	-25,2	-25,4
- Lucros e dividendos	-2,6	-2,3	-5,6	-7,1	-4,0	-3,3
- Juros líquidos	-8,2	-9,8	-10,4	-11,9	-15,2	-14,6
- Outros	-7,8	-9,6	-10,6	-11,3	-6,0	-7,5
Saldo em transações correntes	-17,8	-24,3	-32,4	-34,1	-25,4	-24,3
Movimento de capital	30,9	34,2	26	15,9	13,9	19
- Empréstimos	33,5	22,8	28,8	41,6	28	-8,7
- Investimento de portfolio líquido	4,7	6,1	5,3	-1,8	3,8	6,9
- Investimento direto estrangeiro líquido	2,9	9,2	16,2	23,7	26,9	30,5
- Amortizações pagas e refinanciadas	-11	-14,4	-28,7	-33,5	-42,4	-25,8
Saldo do balanço de pagamentos	13,5	9	-7,8	-17,2	-7,8	-2,2

Fonte: Boletim do Banco Central.



Fonte: Boletim do Banco Central.

A dependência extrema em relação aos capitais externos em um mundo de forte instabilidade do sistema financeiro internacional, e a baixa capacidade de resistência da economia brasileira frente a choques externos, definiam, respectivamente, uma fragilidade e uma vulnerabilidade externas, responsáveis pela restrição ao crescimento econômico que caracterizou a década.

Além da restrição externa estrutural, a abertura comercial e financeira criou uma armadilha financeira nas contas externas (Tavares, 1997 e Gonçalves, 1997). Os crescentes déficits em transações correntes, agravados pelo efeito da sobrevalorização cambial sobre o saldo comercial e por outras contas como gastos em viagens

internacionais, foram financiados pela maior entrada de capital externo, na forma de endividamento ou de investimento externo. Isso provocou o aumento do passivo externo (dívida e estoque de capital) o que, em um segundo momento, foi traduzido em elevação do déficit na conta de serviços (pagamento de juros e remessa de lucros e dividendos) e, conseqüentemente, do déficit em transações correntes. A armadilha financeira nas contas externas manifestou-se assim em um endividamento externo crescente, tanto pelo crescimento da dívida, como pelo aumento do passivo externo, por conta do círculo vicioso de realimentação *financiamento externo - déficits crescentes*.

O déficit externo crônico definiu uma obrigação de manter elevadas as taxas domésticas de juros, provocando o “engessamento” da política monetária. Por outro lado, a obrigatoriedade de manter as altas taxas de juros construiu, ainda, uma armadilha fiscal. As altas taxas de juros representaram a elevação dos custos de rolagem da dívida pública, levando à explosão do seu serviço. Dado o compromisso de estabilidade monetária, o governo ainda se viu obrigado a esterilizar o efeito expansionista da entrada de capital externo sobre a oferta monetária, o que terminou por elevar o volume da dívida pública<sup>2</sup>. Apresentaram-se duas opções não excludentes. Ou o governo financiava o endividamento público crescente emitindo novos títulos públicos, em um processo de rolagem, ou promovia fortes processos de ajuste fiscal, incluindo elevação de receitas, cortes nos gastos e ampliação do programa de privatizações. Constituía-se assim o “engessamento” da política fiscal.

A vulnerabilidade externa ainda provocou outra armadilha no que diz respeito ao crescimento econômico. A estratégia de abertura, potencializada pelos efeitos da sobrevalorização cambial da segunda metade da década, levou a um processo de *stop and go* na trajetória de crescimento do país<sup>3</sup>. Qualquer melhora conjuntural que elevasse a renda nacional provocaria aumento da demanda por importações, agravando o déficit em transações correntes e definindo a necessidade de reduzir esse nível de renda. A variável-chave para isso sempre foi a taxa de juros que, mantida em níveis elevados, conseguiu não só reduzir o nível de renda a patamares condizentes com a restrição externa, mas também manter o fluxo positivo de capitais externos.

<sup>2</sup> “A emissão de títulos cambiais pelo Bacen, para servir de *hedge* ao endividamento externo privado e permitir o financiamento do desequilíbrio do balanço de pagamentos, agravou ainda mais as chamadas necessidades de financiamento do setor público” (Tavares, 1997: 108).

<sup>3</sup> Ainda que ele atribua isso apenas a um “erro do câmbio”, Delfim Netto (1997), com todo seu pragmatismo, constata essa característica da economia brasileira no período.

A vulnerabilidade externa se manifestou assim, ao longo da década de 90, através de crescentes endividamentos externo e interno, e na incapacidade recorrente que a economia brasileira demonstrou em crescer de forma sustentada. É justamente da inviabilidade estrutural externa e interna, e das manifestações conjunturais da restrição externa ao crescimento que se passa a tratar.

#### 4.1.1-Inviabilidade estrutural externa

O crescimento da dívida externa nos anos 90 é nítido nas tabelas 4 e 5, passando de um total de US\$ 115,5 bilhões em 1989 para US\$ 241,2 bilhões dez anos depois, um aumento de quase 109% na década. Os gastos com o serviço dessa dívida também mostraram um crescimento considerável de US\$ 24 bilhões no final da década de 80 para US\$ 62,8 bilhões ao término da década passada. Deve-se ressaltar, entretanto, que o serviço da dívida externa experimentou certo recuo no início da década de 90, muito por causa da renegociação da dívida externa nos moldes do Plano Brady encerrada em 1994. A partir desse momento, a trajetória de crescimento do serviço da dívida acompanhou a elevação do endividamento do país.

Tabela 4 - Dívida Externa: Estoque e Composição em US\$ bilhões (1989-1994)

	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Dívida externa total	115,5	123,4	123,9	135,9	145,7	148,3
Dívida externa privada	31,5	28,7	29,2	42,5	55,1	60,9
Dívida externa pública	84	94,6	94,6	93,4	90,6	87,3
Total de curto prazo	16,2	26,8	30,9	25,1	31,4	28,6
Total de médio e longo prazo	99,2	96,5	93	110,8	114,2	119,6
Dívida Externa líquida	105,8	113,5	114,5	112,2	113,5	109,5
Serviço da dívida	24,1	18,9	17,3	15,4	18,6	19,1

Fonte: Boletim do Banco Central.

Tabela 5 - Dívida Externa: Estoque e Composição em US\$ bilhões (1995-2000)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Dívida externa total	159,2	179,9	200	234,7	241,2	236,1
Dívida externa privada	71,8	95,6	123,7	139,8	141,2	125,5
Dívida externa pública	87,4	84,3	76,2	94,9	100	110,6
Total de curto prazo	29,9	37,7	36,7	24	28,6	29,9
Total de médio e longo prazo	129,3	142,1	163,2	210,6	212,6	206,2
Dívida Externa líquida	107,4	119,8	147,8	197,2	204,7	203,1
Serviço da dívida	21,6	27,2	43,2	49,5	62,8	40,4

Fonte: Boletim do Banco Central.



Quanto à composição dessa dívida externa é importante salientar dois aspectos. Em primeiro lugar, a maior participação da dívida de médio e longo prazo, em relação aos vencimentos de curto prazo, sempre esteve presente. Este perfil mais alongado da dívida externa permitiu a contínua rolagem do endividamento, em que pese o vultoso crescimento de seu estoque e de seu serviço. Em segundo lugar, na segunda metade da década de 90, a parcela privada da dívida passa a superar a parcela pública, representando 58,5% do total em 1999, quando em 1989 representava apenas 27,3%<sup>4</sup>.

A inviabilidade estrutural externa da estratégia brasileira de abertura nos anos 90 pode ser observada, além do endividamento externo crescente, através de indicadores de vulnerabilidade externa apresentados nas tabelas 6 e 7.

Tabela 6 - Indicadores de Vulnerabilidade Externa (1989-1994)

Indicador	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Dívida externa total / exportações	3,35	3,93	3,92	3,78	3,77	3,41
Dívida externa líquida / exportações	3,3	3,6	3,6	3,1	2,9	2,5
Dívida externa total / PIB (%)	27,7	27,6	32	36,3	33,8	27,3
Dívida externa líquida / PIB (%)	25,4	25,4	29,6	29,9	26,3	20,1
Serviço da dívida / exportações	0,7	0,6	0,54	0,43	0,48	0,44
Serviço da dívida / PIB (%)	5,8	4,2	4,5	4,1	4,3	3,5
Pagamento de juros / exportações	0,28	0,3	0,27	0,2	0,21	0,14
Pagamento de juros / PIB (%)	23,0	21,7	22,2	19,5	19	11,6
Reservas internacionais / dívida total	0,08	0,08	0,07	0,17	0,22	0,26
Reservas internacionais / serviço da dívida	0,4	0,53	0,54	1,54	1,7	1,7
Reservas internacionais / juros pagos	1,01	1,03	1,09	3,26	3,92	6,15
Saldo em conta corrente (% PIB)	0,25	-0,81	-0,35	1,59	-0,14	-0,31
Saldo em conta corrente / exportações	4,3	-12,1	-4,4	16,9	-1,5	-3,9
Reservas internacionais / exportações	28,2	31,8	29,7	66,3	83,4	89,1

Fonte: Boletim do Banco Central.

O que os indicadores de vulnerabilidade<sup>5</sup> indicam para o Brasil é que o período analisado deve ser decomposto em dois momentos: o primeiro até a virada 1994/95 e o segundo a partir desse momento até o final da década. Isto se justifica, principalmente, pelos efeitos da renegociação da dívida externa e pela grande entrada de capitais externos, que provocaram um forte crescimento das reservas internacionais, no contexto

<sup>4</sup> O que, aparentemente, pode significar uma melhora no perfil do endividamento público brasileiro é desmistificado pela relação estreita entre dívida pública interna e dívida externa, como será visto adiante.

<sup>5</sup> Deve-se levar em conta a advertência de Medeiros e Serrano (2001) de que a fragilidade sinalizada pela razão entre os passivos externos de curto prazo e as reservas cambiais está mais ligada a dificuldades conjunturais de liquidez, que podem até redundar em crises cambiais, como no Brasil em janeiro de 1999, do que à inviabilidade estrutural das contas externas. Rigorosamente, a primeira apresenta-se como desdobramento conjuntural da segunda.

da liberalização financeira externa. O que ocorreu após a assinatura do acordo de renegociação da dívida foi uma grande amortização da mesma, que se traduziu em valores muito elevados para indicadores como serviço da dívida sobre exportações, serviço da dívida sobre PIB e serviço da dívida como proporção das reservas internacionais.

Tabela 7 - Indicadores de Vulnerabilidade Externa (1995-2000)

Indicador	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Dívida externa total / exportações	3,42	3,77	3,77	3,8	4,7	5,0
Dívida externa líquida / exportações	2,0	2,1	2,5	3,6	4,0	3,5
Dívida externa total / PIB (%)	22,5	23,2	24,8	29,8	30,4	29,7
Dívida externa líquida / PIB (%)	18,5	18,1	18,3	25	25,7	25,5
Serviço da dívida / exportações	0,46	0,57	0,81	0,97	1,3	0,73
Serviço da dívida / PIB (%)	3,0	3,5	5,3	6,2	7,9	6,8
Pagamento de juros / exportações	0,17	0,20	0,19	0,23	0,31	0,27
Pagamento de juros / PIB (%)	11,6	12,6	12,8	15,1	19,1	18,3
Reservas internacionais / dívida total	0,32	0,33	0,26	0,19	0,15	0,14
Reservas internacionais / serviço da dívida	2,4	2,2	1,2	0,9	0,57	0,8
Reservas internacionais / juros pagos	6,31	6,13	5,02	3,74	2,38	2,26
Saldo em conta corrente (% PIB)	-2,55	-2,98	-3,86	-4,33	-4,38	-4,13
Saldo em conta corrente / exportações	-38,2	-50,9	-61,1	-66,7	-52,5	-46,1
Reservas internacionais / exportações	111	125	98	87	75	59

Fonte: Boletim do Banco Central.

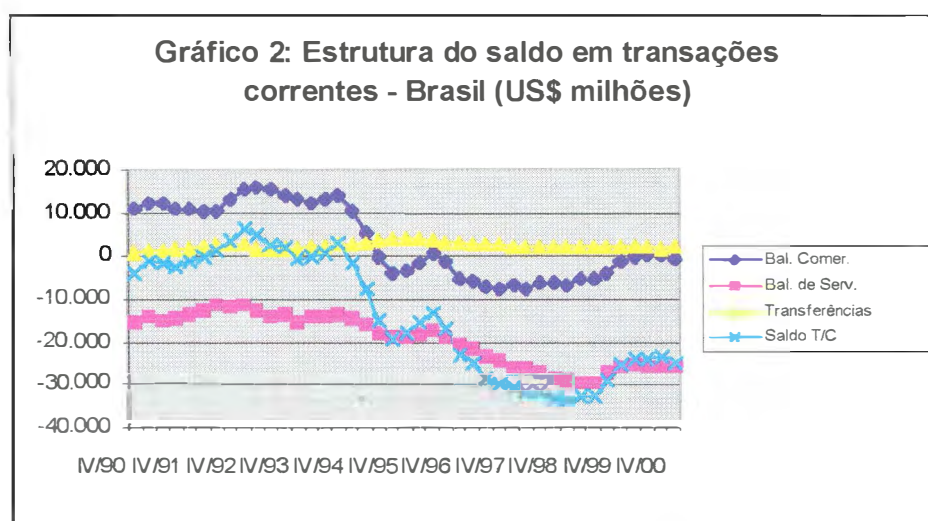
Dos 14 indicadores selecionados, 8 apresentaram uma piora constante ao longo de toda a década. Os outros 6 (ligados ao serviço da dívida e às reservas internacionais) mostraram uma certa melhora na primeira metade da década pelas razões expostas acima. Com a progressiva entrada de capital externo e o conseqüente acúmulo de reservas, os indicadores que incluem as reservas internacionais sofrem uma mudança significativa. A proporção dos juros líquidos sobre as reservas cai de 1,1% no início de 1991 para 0,5% um ano depois. No mesmo sentido, tem-se que as reservas internacionais correspondiam a 9,4% da dívida externa no primeiro trimestre de 1991, e no final de 1992 equivaliam a 17,5%<sup>6</sup>.

Entretanto, a partir de 1995, todos os 14 indicadores demonstram um aumento da vulnerabilidade das contas externas. Como exemplos significativos destacam-se: (i) o serviço da dívida sobre exportações passou de 42,2% no segundo trimestre de 1995 para 130% no final de 1999; (ii) as reservas sobre a dívida externa total, que chegaram a 32% no final de 1995, atingem 14% ao final de 2000; (iii) a dívida externa total sobre

<sup>6</sup> Uma pormenorizada análise desses indicadores de vulnerabilidade com dados trimestrais é feita em Painceira e Carcanholo (2002).

exportações cresce de 3,4 no início de 1996 para 5 ao final de 2000 – isto significa que seriam necessários 5 anos, naquele instante, para pagar a dívida externa com os recursos obtidos das exportações, no montante observado naquele momento; e (iv) os juros líquidos correspondiam a 16% das reservas no final de 1995 e atingem 45% no final de 2000.

Deve-se ressaltar também a piora constante a partir de 1993 do déficit em transações correntes como proporção do PIB, que atingiu 4,38% em 1999, indicando a crescente necessidade de financiamento externo.



Fonte: Boletim do Banco Central.

Observando o gráfico 2, percebe-se duas características fundamentais na estrutura do saldo em transações correntes no Brasil. A primeira é a reversão do saldo da balança comercial do início da década de 90 de algo em torno de US\$ 10 bilhões para um déficit de US\$ 600 milhões no final de 2000, déficit este que chegou a US\$ 8,4 bilhões em 1997. Esta trajetória ocorreu por causa do maior crescimento das importações em relação às exportações. A segunda é a elevação do déficit do balanço de serviços que sai de US\$ 15,3 bilhões no final de 1990 para US\$ 25,4 bilhões ao final de 2000. Isto foi provocado, principalmente, pelo crescimento das remessas de lucros e dividendos e dos pagamentos de fretes e seguros. O saldo em transações correntes que, em alguns períodos do início da década chegou a ser positivo, atinge um déficit de US\$ 24,3 bilhões no final de 2000.

O déficit estrutural nas contas externas reflete uma rigidez oriunda de desequilíbrios de estoque, isto é, do considerável aumento do estoque da dívida externa

e do estoque de capital estrangeiro, sob a forma de investimento direto ou de portfólio. Dessa forma, o crescimento do passivo externo (dívida externa mais estoque de capital estrangeiro) tende a provocar a elevação do serviço desse passivo (serviço da dívida externa mais remessa de lucros e dividendos) que, por sua vez, leva ao estrangulamento externo<sup>7</sup>, e estabelece um caráter mais rígido aos déficits externos, na medida em que os torna mais insensíveis a alterações de preços relativos expressos na taxa de câmbio. Assim, “com o crescente passivo externo, a política cambial perde cada vez mais eficácia ... Nesse sentido, o governo tornou-se refém da tirania da taxa de juros para tentar ajustar as contas externas” (Gonçalves, 2002: 182).

Tabela 8 - Estoque do passivo externo brasileiro em US\$ bilhões (1990-2000)

Ano	Dívida Externa Total	Investimento direto estrangeiro	Investimento de portfólio	Passivo Externo Total	Ativos Externos*	Passivo Externo Líquido
1989	115,5	27,2	8,7	151,4	21,7	129,7
1990	123,4	27,9	8,9	160,2	22,2	138
1991	123,9	28,6	9,5	162	21,4	140,6
1992	135,9	29,9	11,2	177	39,9	137,1
1993	145,7	37,7	17,9	201,3	50,8	150,5
1994	148,3	39,9	25,2	213,4	64,2	149,2
1995	159,2	44,5	24,2	227,9	71,1	156,8
1996	179,9	54,4	41,2	275,5	83,6	191,9
1997	200	71,5	55,6	327,1	74,9	252,2
1998	234,7	90	30	354,7	67,5	287,2
1999	241,2	119	33	393,2	54,7	338,5
2000	236,1	152	42	430,1	46,5	383,6

\*inclui as reservas internacionais, os investimentos brasileiros no exterior, os haveres externos nos bancos comerciais e os créditos brasileiros no exterior.

Fonte: Boletim do Banco Central.

A tabela 8 mostra a evolução do estoque do passivo externo brasileiro ao longo da década de 90. Evidencia-se que o passivo externo brasileiro cresceu 184% entre 1989 e 2000, tanto por causa do endividamento externo crescente, como pela entrada de capital externo, substancial no período, que redundou em um forte aumento do estoque de capital externo no país. Considerando o passivo externo líquido (descontando o valor dos ativos externos), esse crescimento foi maior ainda. Se o estoque do passivo externo

<sup>7</sup> A importância analítica do conceito de passivo externo é dada pelo fato de que este passivo implica em saída de recursos que superam o serviço da dívida externa e, portanto, reflete com mais precisão a verdadeira transferência de renda. A importância de considerar o estoque de capital externo para estes propósitos já havia sido ressaltada pela vertente marxista da teoria da dependência nos anos 60, não surpreendentemente desconsiderada. Para isto ver Dos Santos (2000) e Marini (2000).

líquido era de US\$ 129,7 bilhões em 1989, ele passou para US\$ 383,6 em 2000, definindo uma taxa de crescimento de 195,7% no período. Isto se deveu ao menor ritmo de crescimento dos ativos externos brasileiros em relação ao do passivo externo total.

Tabela 9 - Serviço do passivo externo brasileiro em US\$ bilhões (1990-2000)

	Juros	Amortizações pagas	Serviço da dívida externa	Lucros e dividendos	Serviço do passivo externo
1989	9,6	14,5	24,1	2,4	26,5
1990	9,7	8,6	18,3	1,6	19,9
1991	8,6	7,8	16,4	0,6	17
1992	7,3	8,5	15,8	0,5	16,3
1993	8,2	9,9	18	1,8	19,9
1994	6,3	11	17,3	2,5	19,8
1995	8,2	11	19,2	2,6	21,8
1996	9,8	14,4	24,2	2,3	26,5
1997	10,4	28,7	39,1	5,6	46,7
1998	11,9	33,5	45,4	7,1	52,5
1999	15,2	42,4	57,6	4,0	61,6
2000	14,6	25,8	40,4	3,3	43,7

Fonte: Boletim do Banco Central.

A tabela 9, por sua vez, apresenta a evolução do serviço do passivo externo ao longo dos anos 90. Enquanto este, em 1990, atingia US\$ 19,9 bilhões, em 1999, ele já chegava a US\$ 61,6 bilhões. O serviço do passivo externo apresentou uma redução até 1992, em razão da queda do serviço da dívida, mas cresceu a partir desse momento tanto pelo aumento deste serviço como o da remessa de lucros e dividendos.

As tabelas 10 e 11 apresentam os indicadores de vulnerabilidade externa relacionados ao passivo externo. O quadro geral também permite concluir a elevação dessa vulnerabilidade ao longo da década de 90.

Em termos específicos, deve-se ressaltar o aumento do passivo externo líquido como proporção do PIB de 30,9% em 1990 para 47,9% em 2000, e o serviço desse passivo que passa de 4,46% em 1990 para 7,76% em 1999. Quanto à composição do passivo, o estoque de investimento direto estrangeiro apresentou elevação tanto em relação ao PIB como em proporção ao total de investimento estrangeiro, o que costuma ser apresentado com algo exclusivamente positivo. Entretanto, algumas ressalvas devem ser feitas.

Tabela 10 - Indicadores de Vulnerabilidade em relação ao Passivo Externo (1989-1994)

Indicador \ Ano	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Passivo externo líquido / exportações	3,77	4,39	4,45	3,81	3,9	3,43
Passivo externo líquido / PIB (%)	31,2	30,9	36,4	39,8	35	27,4
Estoque de investimento de portfolio (% do PIB)	2,1	1,2	2,4	2,3	4,1	4,6
Estoque de investimento de portfolio (% do total de investimento)	24,3	24,2	25	27,3	32	42,1
Estoque de Investimento direto estrangeiro (% PIB)	6,5	6,25	7,4	8,0	8,7	7,3
Estoque de Investimento direto estrangeiro (% do total de investimento)	75,7	75,8	75	72,7	68	57,9
Serviço do passivo externo (% das exportações)	77	63,3	53,8	45,4	51,5	45,5
Serviço do passivo externo (% do PIB)	6,37	4,46	4,4	4,35	4,62	3,64
Serviço do passivo externo / reservas internacionais	2,73	2,01	1,8	0,68	0,62	0,51

Fonte: Boletim do Banco Central.

Tabela 11 - Indicadores de Vulnerabilidade em relação ao Passivo Externo (1995-2000)

Indicador \ Ano	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Passivo externo líquido / exportações	3,37	4,02	4,75	5,62	7,05	7,0
Passivo externo líquido / PIB (%)	23,4	25,7	32,2	36,5	42,6	47,9
Estoque de investimento de portfolio (% do PIB)	4,2	7,0	8,6	4,2	5,4	6,6
Estoque de investimento de portfolio (% do total de investimento)	35,2	43,1	43,8	25	21,7	21,7
Estoque de Investimento direto estrangeiro (% PIB)	7,8	8,8	10,7	12,6	19,4	22
Estoque de Investimento direto estrangeiro (% do total de investimento)	64,8	56,9	56,2	75	78,3	78,3
Serviço do passivo externo (% das exportações)	46,9	55,5	88,1	102,7	128,3	79,3
Serviço do passivo externo (% do PIB)	3,3	3,4	5,78	6,66	7,76	5,7
Serviço do passivo externo / reservas internacionais	0,42	0,44	0,9	1,17	1,71	1,32

Fonte: Boletim do Banco Central.

Inicialmente, o investimento direto estrangeiro “apresenta limitações como forma de financiamento estável, dada a sua própria natureza. Seus impactos negativos sobre o balanço de pagamentos (remessa de lucros e dividendos) tendem a ser diluídos ao longo do tempo, enquanto os impactos positivos são concentrados” (Laplane e Sarti, 1997: 146).

Em segundo lugar, o efeito deletério do investimento direto estrangeiro sobre as contas externas também faz-se sentir pelo fato de que a maciça entrada de capital

estrangeiro no setor de serviços, especificamente nos de utilidade pública, não geram receitas de exportação, como ressaltado por Gonçalves (1999b: 194).

Finalmente, “o ‘investimento direto’ que tem aumentado, atraído pela entrega de nossas riquezas minerais e dos sistemas elétrico e de telecomunicações, representa apenas uma fração diminuta das nossas necessidades de financiamento externo e não contribui para elevar a taxa de investimento líquido da economia, já que se trata de mera transferência patrimonial” (Tavares, 1997: 105).

Dessa forma, a entrada de investimento externo não contribuiu para elevar a taxa de investimento da economia brasileira no período, que ficou em patamares inferiores aos da década passada, e ainda representou um enrijecimento e agravamento das contas externas na medida em que se refletiu em remessa de lucros e dividendos e/ou em saída conjuntural dos recursos, em face do caráter especulativo e de curto prazo de boa parte desse investimento externo.

O que os indicadores de vulnerabilidade externa aqui apresentados mostram é que, longe de constituírem problemas pontuais e passageiros, o déficit nas contas externas brasileiras possuíram um caráter muito mais rígido e estrutural.

#### 4.1.2- Inviabilidade estrutural interna

A vulnerabilidade externa da economia brasileira também manifestou-se em um superendividamento público. Se a composição da dívida externa apresentou uma alteração na década de 90, tornando-se majoritariamente de caráter privado, a dívida pública no mesmo período mostrou-se explosiva, e esteve intimamente ligada ao quadro do endividamento externo.

Gonçalves e Pomar (2002: 50) ressaltam que “enquanto aumenta a dívida externa, os juros elevados pagos pelos títulos se constituem na principal causa do déficit público e, portanto, do próprio aumento da dívida pública interna, que cresce aceleradamente a partir de 1995”. O grande diferencial entre os juros internos e os externos, necessário para atrair os capitais externos que “fechavam” as contas externas, fez com que as empresas instaladas no país tomassem empréstimos em dólar para servirem de credores junto ao governo brasileiro. Assim, o crescimento da parcela privada da dívida externa está intimamente relacionada com a necessidade crescente de rolagem da dívida pública interna, acrescida tanto pelos juros altos como pela esterilização dos recursos externos ingressantes no país.

Afirma-se que a dívida líquida do setor público traduz mais claramente a posição financeira do setor público, já que desconta a posição credora do próprio Estado. A tabela 12 apresenta os dados referentes ao período 1994-2000. O crescimento da dívida líquida do setor público no período foi de 267%, sendo que a parcela correspondente à dívida interna passou de 71% do total para 80% entre 1994 e 2000. Isso se traduziu em um substancial aumento da dívida líquida total como proporção do PIB, de 30,4% em 1994 para 49,3% em 2000. Por sua vez, o crescimento da dívida líquida do governo federal e do Banco Central foi ainda maior, equivalendo a 436%. O gráfico 3 mostra a composição dessa dívida líquida do setor público ao longo de toda a década, evidenciando que foi a partir de 1992 que a parcela interna da dívida passou a superar a externa, exatamente o período em que o diferencial de juros internos passou a ser mais expressivo.

Como o superávit primário foi a característica dos anos 90, com exceção do período 1996/97, a explicação para esse crescimento da dívida pública só pode estar no crescimento dos *gastos financeiros*, isto é, pagamento de juros e amortização do principal, novos empréstimos, e acréscimo do principal por conta da rolagem da dívida, dos altos juros internos e de variações cambiais. De fato, os juros nominais pagos sobre a dívida mobiliária federal representavam 4,9% do PIB em 1994 e chegaram a 13,14% em 1999 (tabela 13). Por outro lado, a dívida mobiliária federal indexada ao câmbio representava 8,3% do total em 1994 e passou a 24,5% em 1999, 24,3% em 2000 e 28,62% em 2001.

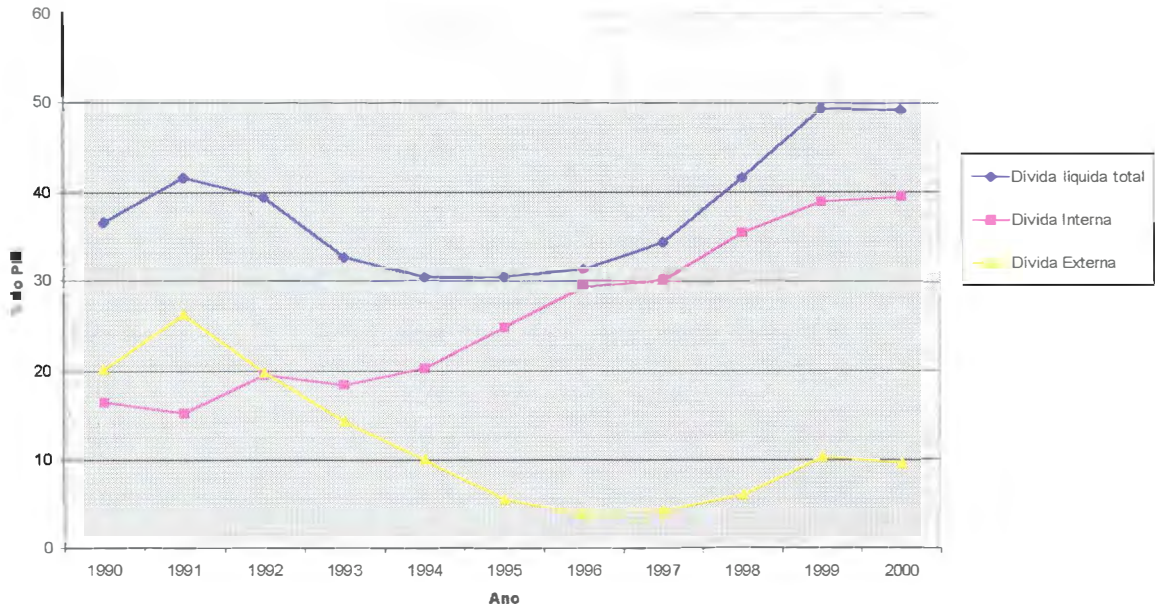
Tabela 12 - Dívida Líquida do Setor Público em R\$ bilhões (1994-2000)

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Dívida líquida total	153,2	208,5	269,2	308,4	385,9	516,6	563,2
- Dívida Interna	108,8	170,3	237,6	269,8	328,7	407,8	451,8
- Dívida Externa	44,4	38,1	31,6	38,6	57,2	108,8	111,3
Dívida líquida do governo federal e Banco Central	65,8	90,4	128,4	167,7	231,3	316,2	353
Dívida líquida total (% do PIB)	30,38	30,83	33,23	34,33	39,17	49,39	49,29

Fonte: Boletim do Banco Central do Brasil.



Gráfico 3: Dívida Líquida do Setor Público (% do PIB)  
1990-2000



Fonte: Boletim do Banco Central.

Tabela 13 - Dívida Mobiliária Federal 1994-2000 (R\$ bilhões)

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Total	61,7	108,4	176,2	254,5	323,9	414,9	516,1
- Responsabilidade do Tesouro	35,2	59,1	93,1	189,3	219,2	311,3	396,1
-Responsabilidade do Banco Central	26,5	49,3	83,1	65,2	104,7	103,5	120
Indexada ao câmbio	5,1	5,8	16,6	39,2	68,0	101,6	125,4
Indexada ao câmbio (% do total)	8,3	5,4	9,4	15,4	21,0	24,5	24,3
Juros nominais pagos	24,7	48,7	45,1	44,4	72,5	127,2	87,4
Juros nominais pagos (% do PIB)	4,9	7,5	5,8	5,14	8,07	13,14	8,8

Fonte: Boletim do Banco Central do Brasil.

Já a tabela 14 apresenta o pagamento de juros da dívida pública como proporção do PIB e do investimento total. Pode-se fazer duas conclusões a partir dessas informações. Em primeiro lugar, os encargos financeiros sobre a dívida pública foram crescentes entre 1990 e 1999. Em segundo lugar, uma parcela crescente de recursos foi destinada ao pagamento de juros da dívida pública, em relação ao que poderia ser gasto com investimentos.

Tabela 14 - Juro, Investimento e Crescimento, 1990-200 (%)

Ano \ Indicador	Pagamento de juros da dívida pública / PIB	Pagamento de juros da dívida pública / investimento
1990	4,1	16,3
1991	1,9	8,3
1992	5,5	23,9
1993	3,0	12,4
1994	4,9	18,8
1995	7,5	25,4
1996	5,8	19,2
1997	5,1	17,1
1998	8,1	38,3
1999	13,1	33,3
2000	8,8	25,0

Fonte: Boletim do Banco Central.

O discurso oficial, além da tese contrafactual que apresenta os gastos públicos ordinários como principais responsáveis pelo crescimento da dívida pública, apresentou o discurso do plano de privatizações como a forma de reduzir o endividamento público. A receita auferida com as privatizações federais e estaduais, em um dos maiores programas de privatizações que se tem notícia na história da economia mundial, foi de US\$ 87 bilhões. Esse valor é ridículo frente aos US\$ 410 bilhões que equivalem ao crescimento absoluto da dívida líquida do setor público entre 1994 e 2000, e representam apenas 15% do valor total dessa dívida em 2000.

Na verdade, o crescimento da dívida pública não é tão grave quando decorre de investimentos em setores prioritários, do não pagamento de seus atrasados, e/ou é acompanhado de um crescimento da renda ao menos proporcionalmente. Entretanto, a experiência brasileira dos anos 90 mostra que a explosão da dívida pública não foi acompanhada nem de aumento de investimentos e muito menos de um crescimento econômico consistente, ao mesmo tempo em que os pagamentos dos seus encargos financeiros foram sempre honrados.

É dessa forma que o superendividamento público acompanha o déficit crônico das contas externas na constituição de uma inviabilidade estrutural que caracterizou a vulnerabilidade externa da economia brasileira nos anos 90.

#### 4.1.3-Vulnerabilidade e evolução conjuntural

Em um estudo patrocinado pelo BID, Fernández-Arias e Montiel (1998: 115), depois de fazer uma exaltação às reformas estruturais neoliberais, se perguntaram: “por qué, entonces, América Latina no experimentó una aceleración más pronunciada de crecimiento en 1991-95?”. Poder-se-ia perfeitamente fazer uma extensão temporal da pergunta até os dias atuais.

A resposta não poderia ser mais risível! Segundo eles, para que o crescimento fosse mais acelerado seriam necessárias duas coisas: (i) aprofundar as reformas de acordo com as pautas já estipuladas; e (ii) aumentar a extensão das mesmas. Com maior intensidade e com um caráter mais extenso, a resposta estaria em uma maior dosagem do mesmo remédio<sup>8</sup>.

O problema é que a implementação dessa terapia, ainda que em doses “homeopáticas”, ao menos para a concepção convencional, já provocou uma séria restrição externa ao crescimento. A necessidade crescente de financiamento externo para cobrir os déficits provocados pela abertura comercial e financeira, agravados pelo período de sobrevalorização cambial, “...direcionou o tempo todo a política de juros do Governo, que serviu para atrair capitais de curto prazo e, ao mesmo tempo, limitar o crescimento das atividades econômicas, como forma de reduzir as importações e, assim, diminuir o déficit da balança comercial” (Filgueiras, 2000: 168).

Assim, a vulnerabilidade externa, expressa nos desequilíbrios de fluxo (balanço de pagamentos e serviço do passivo externo) e de estoque (passivo externo), se refletiu em uma recorrente restrição externa ao crescimento econômico brasileiro na década de 90<sup>9</sup>. Essa incapacidade renitente de crescimento manifestou-se nas mais variadas conjunturas ao longo do período.

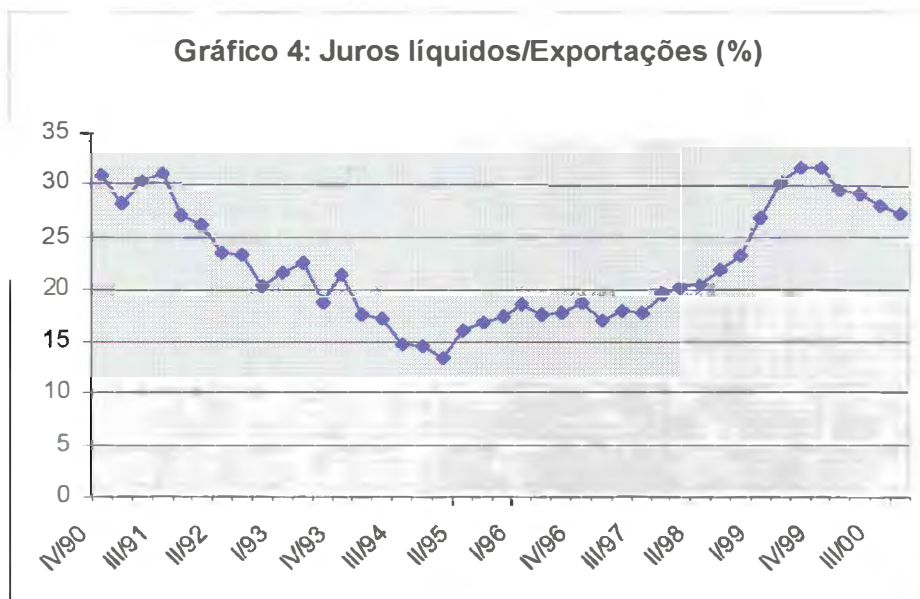
A inviabilidade estrutural externa e interna, que caracterizou a vulnerabilidade da economia brasileira nos anos 90, configurou restrições conjunturais, ligadas também a choques externos. Decididamente, esses choques não são as causas dos percalços e

<sup>8</sup> Easterly et al. (1997) afirmam veementemente que, após analisar dados que cobrem um período extremamente restrito (até 1993), o crescimento na América Latina pós-reformas não foi decepcionante. Algum tempo depois, Easterly (2001) foi obrigado a admitir, pela força dos fatos, que tanto a década de 80 quanto a de 90 foram perdidas para os países dessa região.

<sup>9</sup> “Por todas as razões colocadas acima, isto é, a performance exportadora medíocre, uma alta propensão marginal a importar, um grande e crescente montante de pagamentos de lucros, dividendos e juros, a economia brasileira enfrenta um déficit crescente em conta corrente com uma taxa de crescimento do PIB reduzida e mesmo decrescente” (Serrano, 1998: 27-28).

crises, mas simplesmente fatores detonadores/impulsionadores de uma restrição externa já configurada. Ao contrário do discurso oficial, que responsabiliza os choques externos pelo *stop and go* da economia brasileira, “ambas as questões (falta de crescimento e vulnerabilidade externa) envolvem uma dimensão de longo prazo, mas são determinadas por políticas de curto prazo e estratégias de longo prazo (e, portanto, por opções políticas)” (Gonçalves, 1997: 171).

A insuficiência no crescimento da capacidade instalada nos anos 90 também fez com que fosse impossibilitado qualquer crescimento da renda nacional (dadas as pressões inflacionárias), abortado também por causa dos impactos que este teria sobre as já deterioradas contas externas. A observação da evolução conjuntural dos indicadores de vulnerabilidade permite entender não só a trajetória dessa vulnerabilidade, mas também o caráter cíclico do *stop and go* da economia<sup>10</sup>.



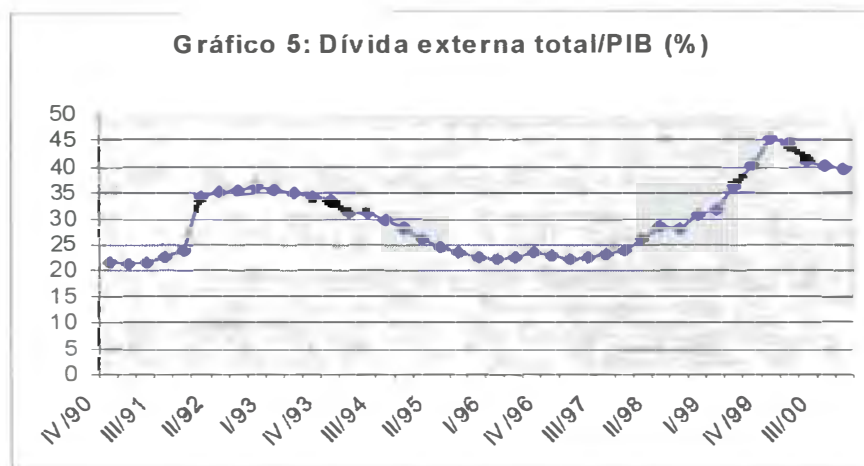
Fonte: Boletim do Banco Central.

A queda do indicador juros líquidos como proporção das exportações anuais para o Brasil, entre 1990 e 1994, que passa de 31% para 14,6%, deve-se tanto à elevação das exportações como à queda no pagamento de juros líquidos sobre a dívida externa. Desse momento em diante ocorreu uma reversão na trajetória do pagamento dos juros, que são crescentes até o final da década. Entre 1995 e 1998, as exportações continuaram crescendo, entretanto a um ritmo menor do que o pagamento de juros, o

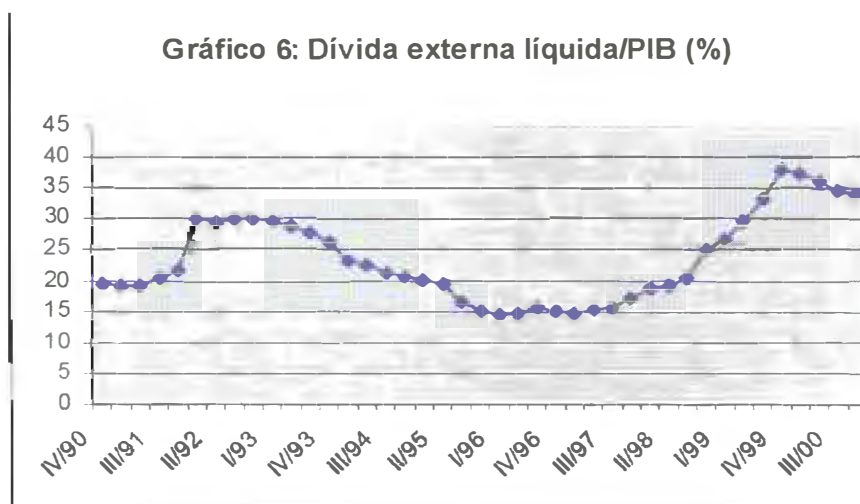
<sup>10</sup> Os indicadores de vulnerabilidade, nesta seção, foram construídos com informações anualizadas por trimestre. Para maiores informações ver Painceira e Carcanholo (2002).

que fez com que o indicador subisse para 23,37% no último trimestre de 1998. Já no biênio 1999-2000, o indicador apresentou uma tendência à estabilização em torno dos 29%, principalmente, por conta da estabilidade no pagamento de juros líquidos anuais, por volta de US\$ 15 bilhões.

Os gráficos 5 e 6 exibem o comportamento das dívidas externas total e líquida como proporções do PIB.



Fonte: Boletim do Banco Central.

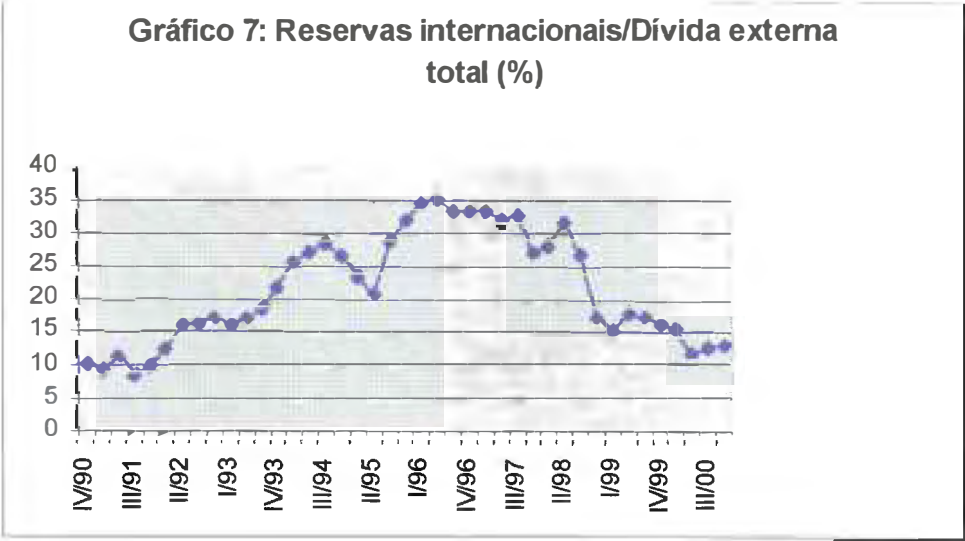


Fonte: Boletim do Banco Central.

Observando a trajetória desses indicadores para o Brasil, constata-se que eles cresceram entre o último trimestre de 1990 e 1992, o que ocorreu fundamentalmente por causa da recessão econômica do período, como efeito dos planos de estabilização do governo Collor, e da acentuada elevação no valor da dívida externa a partir de 1992. A dívida externa total brasileira passou de US\$ 93 bilhões no final de 1991 para US\$ 132

bilhões no primeiro trimestre do ano seguinte. Entre 1993 e 1997, os indicadores melhoraram em razão do maior crescimento do PIB em relação ao da dívida externa. A diferença de patamar entre os dois gráficos nesse período se explica em virtude do substancial crescimento das reservas internacionais, que passam de US\$ 22 bilhões no início de 1993 para US\$ 61,7 bilhões em meados de 1997, freando o crescimento da dívida externa líquida, em relação ao da dívida total. Com a deflagração da crise asiática, o período 1998-2000 mostrou uma elevação do indicador, não só por causa do crescimento do valor da dívida, mas também pela redução do PIB, em virtude da elevação das taxas domésticas de juros, medida tomada para conter o efeito contágio da crise asiática na saída de capitais externos<sup>11</sup>.

A evolução da proporção das reservas internacionais na dívida externa total do Brasil acompanha nitidamente o efeito das crises cambiais ocorridas no México em fins de 1994, na Ásia em 1997, na Rússia em 1998, e no próprio Brasil no início do ano seguinte. A entrada de capital externo no país no início da década foi a principal responsável pelos saldos positivos no balanço de pagamentos e, portanto, no crescimento das reservas internacionais. Esse movimento só é revertido com a crise mexicana de 1994, retomando sua trajetória original já em meados de 1995. O acúmulo de reservas sofreu outro percalço no final de 1997, com a crise asiática, e no período 1998-1999, com as crises russa e brasileira.



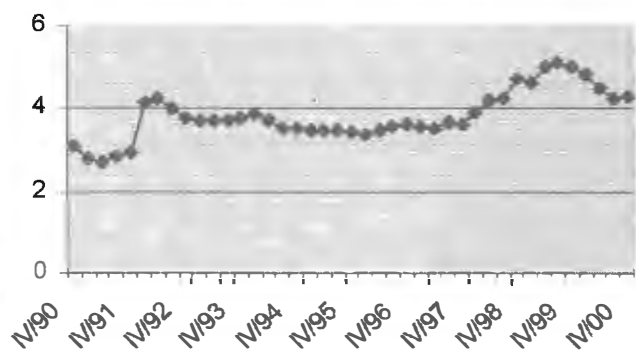
Fonte: Boletim do Banco Central.

<sup>11</sup>Vale destacar que, além da trajetória estrutural de crescimento da dívida, a desvalorização cambial de 1999 acentuou a redução do PIB brasileiro em dólares, levando a um maior crescimento dos indicadores.

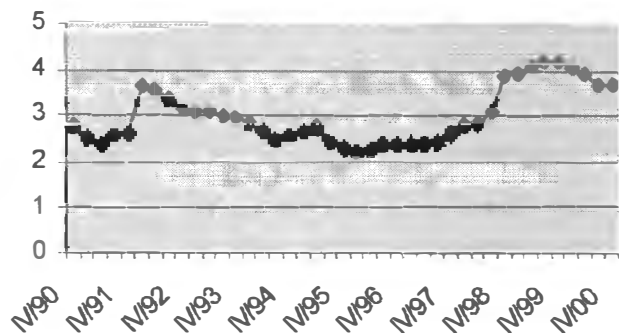
Os gráficos 8 e 9 apresentam as dívidas externas total e líquida sobre o total de exportações anuais. O que estes indicadores mostram é o número de anos necessários para pagar a dívida externa com o volume de exportações obtido naquele período.

Estes indicadores, para o Brasil, mostram a piora ocorrida durante a década de 90. No primeiro trimestre de 1991, eram necessários 2,81 anos para pagar a dívida externa total com o volume de exportações obtido naquele momento, enquanto que para a dívida externa líquida eram necessários 2,5 anos. No último trimestre de 2000, esses números passaram para 4,3 e 3,71 anos respectivamente. Vale salientar que os indicadores apresentaram um maior crescimento no período pós-crise cambial de 1999. No terceiro trimestre de 1999, eram necessários 5,1 e 4,2 anos para pagar as dívidas externas total e líquida respectivamente.

**Gráfico 8: Dívida externa total/Exportações (anos)**



**Gráfico 9: Dívida externa líquida/Exportações (anos)**



Fonte: Boletim do Banco Central.



Os gráficos 10 e 11 mostram, respectivamente, a participação percentual do serviço da dívida externa nas reservas internacionais para a segunda metade da década<sup>12</sup> e a participação percentual dos juros líquidos pagos sobre as reservas internacionais para a década de 90 como um todo.

O Brasil apresentou uma forte redução no serviço da dívida externa, como participação das reservas em 1995 por conta da redução das amortizações da dívida, uma vez que o pagamento de juros líquidos não foi reduzido no período. As amortizações anuais na virada de 1994 para 1995 atingiam US\$ 50 bilhões, enquanto que nos três trimestres seguintes elas não passaram de US\$ 11,5 bilhões em cada um deles. Os juros líquidos em termos anuais, por sua vez, chegaram a crescer de US\$ 6 bilhões no primeiro trimestre de 1995 para US\$ 8 bilhões no final do mesmo ano. O serviço da dívida como proporção das reservas ficou estável até a crise asiática. A partir das crises russa e brasileira, os dois indicadores cresceram, principalmente pelo esgotamento de reservas nos momentos mais críticos da crise cambial brasileira. Deve-se ressaltar que a grande diferença no valor absoluto entre o início da década de 90 e o final da mesma<sup>13</sup> se deve ao crescimento das reservas internacionais, em virtude da grande entrada de capital externo propiciada pelo processo de liberalização financeira externa no país.

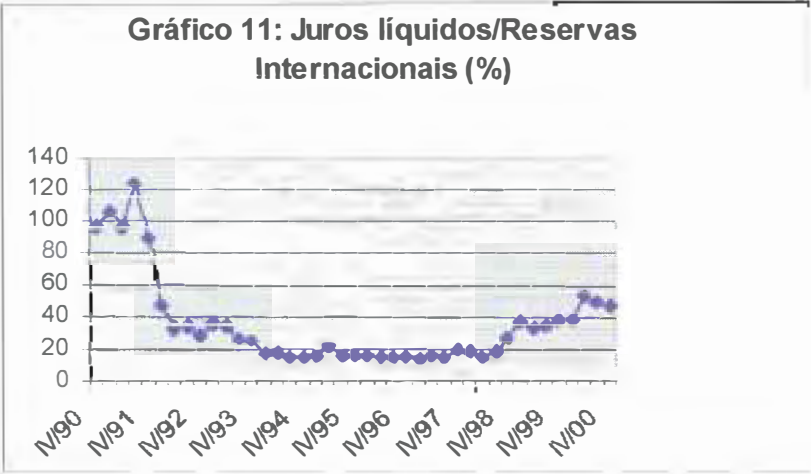


Fonte: Boletim do Banco Central.

<sup>12</sup> Os dados para este indicador foram colhidos a partir do último trimestre de 1994.

<sup>13</sup> Os juros líquidos, por exemplo, representam 107% das reservas internacionais no primeiro trimestre de 1991, e passam a corresponder a apenas 47% no final de 2000.

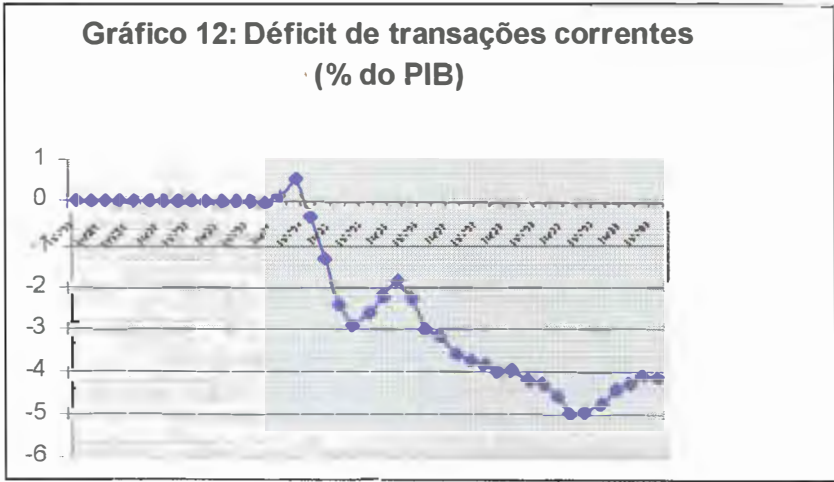




Fonte: Boletim do Banco Central.

O gráfico 12 apresenta o tradicional indicador de vulnerabilidade externa que é o déficit em transações correntes como proporção do PIB.

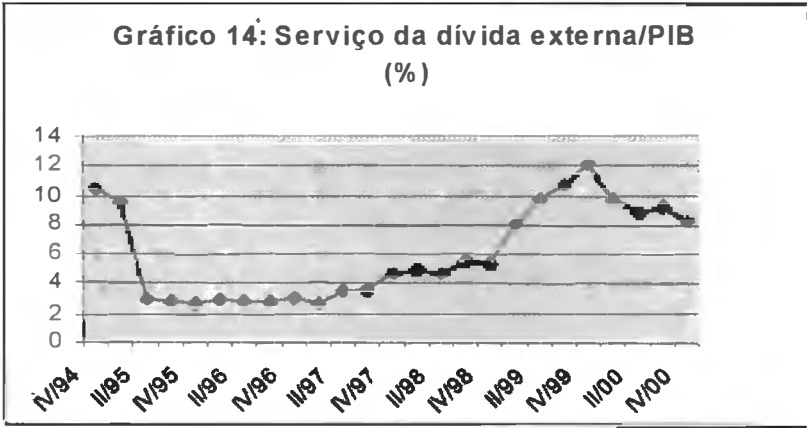
A trajetória do indicador para o caso brasileiro é clara no sentido de que o déficit em transações correntes aparece após a implementação do Plano Real em 1994, chegando a corresponder a 2,9% do PIB no terceiro trimestre de 1995. Após uma leve melhora, no segundo semestre de 1996, em que atinge 1,8% do PIB, a trajetória de crescimento do déficit é retomada, atingindo o ápice no segundo trimestre de 1999 durante a crise cambial brasileira em 5% do PIB. No final de 2000, o déficit em transações correntes representava 4,1% do PIB.



Fonte: Boletim do Banco Central.

O gráfico 13 apresenta a relação entre o serviço da dívida externa e as exportações para a segunda metade da década de 90, respeitando a ressalva feita para a análise do gráfico 7 com relação à periodicidade da série sobre o serviço da dívida.

Este indicador para o caso brasileiro começa com um nível alto de 130% no último trimestre de 1994 e primeiro do ano seguinte, em razão do elevado montante de amortizações do período, no contexto da renegociação da dívida externa nos moldes do Plano Brady. Desse momento até a crise da Ásia, o indicador é relativamente estável em torno de 43%. Nesse período, tanto juros líquidos quanto amortizações mantiveram suas trajetórias levemente ascendentes, mas foram compensados pelo crescimento das exportações. Com a crise da Ásia e, posteriormente da Rússia, observa-se que este indicador cresce atingindo 84,8% no terceiro trimestre de 1998, tendo em vista a elevação do serviço da dívida externa. O ápice deste movimento se dá no terceiro trimestre de 1999 com 136%, já dentro do quadro construído pela crise cambial brasileira. Em 2000, ocorre uma melhora, chegando a 90,4% no último trimestre do ano, uma proporção ainda elevada.



Fonte: Boletim do Banco Central.

O comportamento do serviço da dívida externa brasileira, como proporção do PIB, também sofre influência da forte amortização da dívida ocorrida em fins de 1994 e início de 1995. Além disso, ocorreu uma recuperação na atividade interna da economia em 1994 até o segundo trimestre de 1995, o que também se refletiu na melhora do indicador neste último trimestre. Esse indicador se manteve no nível de 3% até a crise asiática. Da mesma maneira que no indicador anterior, o serviço da dívida como proporção do PIB voltou a crescer durante a crise da Ásia (4,8% no último trimestre de 1997), aumentou seu ritmo de crescimento na crise russa (5,6% no terceiro trimestre de 1998) e, fundamentalmente, no processo da própria crise brasileira (12,2% no último trimestre de 1999). Deve-se ressaltar que, após a desvalorização cambial de 1999, o PIB brasileiro em dólares cai, reforçando a tendência apresentada pelo indicador. Em 2000, ocorreu uma melhora por causa da queda do serviço da dívida; no contexto da crise o serviço atingiu US\$ 64,4 bilhões, em termos anuais, enquanto que no final de 2000 o serviço em termos anuais se reduziu para US\$ 49,8 bilhões.

#### 4.1.4- As restrições conjunturais e a crise cambial

As sucessivas conjunturas pós-Plano Real durante a década de 90 podem ser divididas em cinco períodos, de acordo com Filgueiras (2000): (i) pós-Real e a euforia do consumo (07/94 a 03/95); (ii) crise do México e desaceleração (04/95 a 03/96); (iii) retomada da economia (04/96 a 06/97); (iv) novo período recessivo; e (v) o fim da âncora cambial.

Logo após a implantação do Real, a inflação mensal, medida pelo IGP-DI, foi reduzida de 46,6% em junho de 1994 para 3,34% dois meses depois. Experimentou-se também uma fase de rápido crescimento do consumo, produção e emprego. A aceleração do ritmo de crescimento das atividades produtivas pode ser percebida pelo crescimento de 3,11% no terceiro trimestre de 1994, em relação ao trimestre anterior, de 3,81% no último trimestre do ano, e de 1,25% no primeiro de 1995. Em relação ao mesmo período do ano anterior, o quarto trimestre de 1994 mostrou um crescimento de 9,85%, e o primeiro trimestre de 1995 de 9,54%.

Entretanto, a balança comercial já possuía saldo negativo desde novembro de 1994. Desse mês até março de 1995 esse déficit totalizou US\$ 3,55 bilhões, sendo que apenas no período 01/95-03/95 ele somou US\$ 2,83 bilhões. Em um primeiro momento,

esse saldo negativo foi compensado pela forte entrada de capital externo e por uma redução das reservas internacionais em dólar, que saem de US\$ 43 bilhões em julho de 1994 para US\$ 38,2 bilhões no final desse ano.

A crise do México em dezembro de 1994 dá início a um período de fuga de capitais e de desaceleração econômica. As reservas cambiais atingem US\$ 31,8 bilhões em abril de 1995, ao mesmo tempo em que o déficit em transações correntes no primeiro semestre desse ano chegava a 4,2% do PIB.

A partir de março de 1995, o governo implementou algumas medidas no sentido de desacelerar a economia, em uma clara manifestação da causalidade “*restrição externa → stop and go*”, e de um certo recuo na abertura comercial. Além de um alargamento da banda cambial que permitisse um maior ritmo de desvalorização cambial, foram elevadas as alíquotas do imposto de importação (a tarifa média passou de 11,3% no final de 1994 para 13,9% um ano depois), estabelecidas quotas de importação para automóveis e fornecidos incentivos às exportações. Para conter a fuga de capitais, ocorreu uma retirada/diminuição do IOF sobre capital externo, o que elevou o grau de abertura financeira, e uma forte elevação das taxas domésticas de juros. A taxa nominal de juros chegou a 60% ao ano, a terceira maior do mundo, enquanto que a real atingiu 30% ao ano, a maior de toda a economia mundial.

Os resultados foram a volta do capital externo a partir de abril de 1995, sendo que as reservas internacionais fecharam esse ano em US\$ 51,8 bilhões, e a obtenção de saldos comerciais positivos entre julho e novembro de 1995. Contudo, a desaceleração da economia fez com que, entre abril e setembro desse ano, em termos anualizados, a taxa de crescimento fosse de – 9,1%.

Vale salientar ainda que, nesse momento, configurou-se uma situação de fragilidade nas instituições financeiras nacionais, em muito debilitadas pela forte elevação das taxas de juros. A Resolução nº 2208 de 03/11/95 criou o Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional (PROER), que resultou na liberação de cerca de R\$ 21 bilhões como forma de, no jargão oficial, “reestruturar” o setor<sup>14</sup>. Isto talvez mostre que, na implementação das estratégias neoliberais, as leis do mercado livre nem sempre valem para todos os setores.

<sup>14</sup> Para maiores detalhes sobre o PROER ver Andima (2001).

O primeiro semestre de 1996, em relação ao mesmo período do ano anterior, ainda mostrou uma taxa nula de crescimento e uma aceleração do desemprego (tabela 15).

Tabela 15 - Taxa de desemprego em (%) 1994-1999

Mês\Ano	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Janeiro	5,88	5,02	6,28	5,95	8,51	7,7
Fevereiro	5,91	4,85	7,04	6,86	8,78	7,5
Março	6,44	4,9	7,65	7,18	8,97	8,2
Abril	5,49	4,56	7,09	7,09	8,56	8,0
Maiο	5,48	4,78	6,98	6,9	9,11	7,7
Junho	5,9	5,1	7,19	7,05	8,57	7,8
Julho	5,73	5,22	6,29	7,09	8,95	7,5
Agosto	5,81	5,31	5,96	6,59	8,64	7,7
Setembro	5,78	6,28	5,74	6,51	8,68	7,4
Outubro	4,78	5,95	5,92	6,68	8,88	7,5
Novembro	4,13	5,2	5,19	6,1	8,12	7,3
Dezembro	3,61	5,09	4,06	5,18	7,26	6,3

Fonte: IBGE – PME, apud Filgueiras (2000: 146).

Os sinais de reaquecimento só aparecem no segundo semestre desse ano, com a redução gradual das taxas de juros, tendo em vista a relativa melhora das contas externas e a volta do capital externo. A taxa de crescimento da economia, que em 1996 fora de 2,7%, atinge 3,3% em 1997. Mais uma vez, entretanto, a crônica incapacidade de manter taxas sustentadas de crescimento se revelou<sup>15</sup>. Esse reaquecimento provocou um aumento na demanda por importações que, só no segundo semestre de 1996, originou um déficit comercial de US\$ 5,5 bilhões, *vis a vis* um superávit de US\$ 1 milhão no primeiro semestre. O financiamento dos déficits foi possibilitado por um acúmulo prévio de reservas internacionais na ordem de US\$ 60 bilhões no final de 1996.

O novo período recessivo configurou-se plenamente com a eclosão da crise asiática no segundo semestre de 1997. A fuga de capitais no Brasil fez com que as reservas caíssem de US\$ 63 bilhões em agosto de 1997 para US\$ 52 bilhões quatro meses depois. Como enfrentamento da crise, o governo resolveu elevar novamente as

<sup>15</sup> “É no interior deste dilema, aí aprisionado, que se move o Governo, desde a introdução da nova moeda em julho de 1994, configurando-se a ocorrência de ciclos curtos de aceleração e desaceleração na atividade econômica” (Filgueiras, 2000: 135). Em que pese o caráter verdadeiro desta afirmação, o efeito *stop and go* da restrição externa não foi apenas provocado por um “erro cambial”. A inviabilidade estrutural externa e interna que caracterizou a vulnerabilidade da economia brasileira nesse período foi consequência de uma determinada opção de política e inserção externa de mais longo prazo.

taxas de juros, que atingem um valor nominal de 43% ao ano, e lançar um pacote fiscal composto por 51 itens, incluindo a demissão de 33 mil funcionários públicos sem estabilidade, a suspensão do reajuste salarial do funcionalismo, redução nos gastos e investimentos públicos, e a elevação de alíquotas de impostos e preços dos derivados de petróleo e álcool. A maioria das medidas do “pacote 51” não saiu do papel e as altas taxas de juros, ainda que tenham conseguido reverter o fluxo negativo de capitais, provocou a desaceleração da economia (crescimento de – 0,5% no quarto trimestre de 1997 e maiores taxas de desemprego ao longo de todo o ano de 1998 – tabela 15) e o brutal crescimento da dívida interna. No *front* externo, a redução do déficit na balança comercial não impediu que ele continuasse elevado, e a trajetória de crescimento da dívida externa e dos indicadores de vulnerabilidade foi acentuada.

A instabilidade dos mercados financeiros internacionais, frente à crise russa no segundo semestre de 1998, só piorou a situação. A resposta do governo na política econômica de administração conjuntural de um problema estrutural foi previsível. Além das rotineiras concessões de facilidades tributárias para o capital externo, a taxa básica de juros saiu de 19% ao ano para 29% e, logo depois, chegou a 49% ao ano.

Em outubro de 1998 é lançado outro pacote fiscal que incluía, ainda para aquele ano, a redução dos gastos orçamentários federais em 1,5% do PIB no quarto trimestre, a diminuição dos investimentos estatais em 0,3% do PIB também para o quarto trimestre, e a adoção de uma meta obrigatória para o superávit primário. Para o triênio 1999-2001 foi adotado um forte Programa de Estabilidade Fiscal composto por: (i) metas de superávit primário de 1,8% do PIB em 1999, 2% em 2000 e 2,3% em 2001; (ii) elevação do COFINS de 2% para 3%, 1/3 do qual com a possibilidade de desconto em imposto de renda; (iii) aumento da Contribuição Provisória sobre Movimentação Financeira (CPMF) de 0,2% para 0,3%; e, (iv) acréscimo dos percentuais de contribuição para o plano de aposentadoria do setor público, incluindo a proposta de contribuição para servidores inativos<sup>16</sup>.

Com a piora da situação, e na tentativa de se antecipar ao colapso cambial que se aproximava (o déficit em transações correntes chegou a 4,4% do PIB em outubro de 1998 e, em três meses, ocorreu uma redução de US\$ 30 bilhões nas reservas internacionais), o governo fechou um acordo com o FMI no final de 1998. Os

<sup>16</sup> “Adicionalmente, o Programa criou a Lei de Responsabilidade Fiscal, que estabeleceu critérios para o endividamento público, regras estritas para o controle dos gastos públicos e regras permanentes para limitar os déficits orçamentários, além de proibir quaisquer novos refinanciamentos, pelo governo federal, da dívida estadual e municipal” (Filgueiras, 2000: 140).

comprometimentos com o FMI, dentre outros, incluíam a manutenção do regime cambial, a continuação da abertura comercial, a aceleração das privatizações, a aprovação de reformas liberais, em especial no campo trabalhista, a manutenção do programa de ajuste fiscal por 3 anos (com metas de superávit primário e pagamento de juros), e o comprometimento de não implementar controles à saída de capital. O total do empréstimo externo acertado chegava a US\$ 41,5 bilhões, dos quais US\$ 18 bilhões do FMI em uma linha de crédito de emergência com prazo de 18 meses e juros de 7,25% ao ano para US\$ 12,6 bilhões, e um financiamento *stand by* com carência de 5 anos e juros de 4,25% ao ano para US\$ 5,4 bilhões.

Mesmo com a liberação da primeira parcela do acordo que totalizou US\$ 9,324 bilhões, a fuga de capital continuou a ocorrer. A crise cambial avizinhava-se.

O quadro negativo já vinha sendo desenhado de antes, não só pelos sinais fornecidos pelos indicadores, mas também por que no segundo semestre de 1998 a perda de reservas, pelo conceito caixa, foi de US\$ 35,7 bilhões, já na tentativa de controlar as cotações cambiais. Além disso, a credibilidade do país nos principais mercados financeiros já vinha caindo, o que foi sinalizado pela queda nos preços dos títulos do Tesouro lá negociados.

Em 13 de janeiro de 1999, a tentativa do governo de alargamento da banda cambial provocou uma desvalorização de 8,9% apenas nesse dia. Após sofrer uma perda substancial de reservas no dia seguinte, em 15 de janeiro, data em que a desvalorização atingiu 11,1% apenas naquele dia, o governo resolveu alterar o regime cambial, o que só foi formalizado no dia 18 do mesmo mês. Em poucos dias já se escrevia a pequena crônica de uma crise anunciada.

A crise cambial brasileira traduziu-se em uma desvalorização acumulada em janeiro daquele ano de 64,08%, e em uma perda de reservas de US\$ 10,75 bilhões no primeiro trimestre do ano. A crise também obrigou o governo a alterar o regime cambial, supostamente para que a determinação do câmbio ficasse por conta do mercado. Entretanto, o Banco Central continua intervindo no mercado (vendendo reservas em dólares ou títulos com proteção cambial) para controlar a cotação. Isto não só para segurar a inflação, mas também para não explicitar uma situação de insolvência externa para os capitais internacionais.

Embora seja impossível prever a data exata de acontecimento de uma crise cambial como essa, a fragilidade e vulnerabilidade externas provocam a reversão das

expectativas dos agentes e reduz a credibilidade do país. A crise cambial torna-se assim uma questão de tempo.

A alteração do regime cambial, com a conseqüente “correção” do “erro cambial”, poderia levar a visão crítico-conjuntural a prever melhores momentos para a economia brasileira. Entretanto, a dívida líquida do setor público continuou crescendo, chegando a R\$ 563,2 bilhões em 2000, a dívida mobiliária federal atingiu R\$ 624 bilhões em 2001, o saldo em transações correntes, como proporção do PIB, foi superior em 1999 (4,4%) ao de 1998 e, apesar de um certo recuo em 2000 (4,13% do PIB), continuou em um patamar superior ao de todo o período 1990-1997, o estoque do passivo externo continua crescendo, e o seu serviço ainda é bastante elevado (US\$ 43,7 bilhões em 2000). A balança comercial só veio apresentar saldos positivos em 2001 e, mesmo assim, insuficientes para compensar a rigidez dos déficits na conta de serviços. Em suma, a inviabilidade estrutural externa e interna mostrou-se razoavelmente insensível à modificação do preço relativo expresso na taxa de câmbio. Do ponto de vista do endividamento público, em específico, a desvalorização cambial provocou o seu crescimento, tendo em vista a grande parcela da dívida que está indexada ao dólar (em junho de 2001, esse percentual era de 26,4% do total).

Em agosto de 2001, um novo acordo com o FMI foi acertado, em substituição ao de 1998. O montante acordado chegou a US\$ 15 bilhões, sendo a primeira parcela de US\$ 4,6 bilhões. Sobre 25% do total incidiria uma taxa de juros de 4,5% a 5% ao ano, e sobre o resto 7,5%. Para tanto, dever-se-ia cortar R\$ 10,3 bilhões nos orçamentos de 2001 e 2002 (R\$ 3,7 bilhões no primeiro ano e R\$ 6,6 bilhões no segundo), e obter um superávit primário de 3,35% do PIB em 2001 e 3,5% no ano seguinte.

O que todas essas sucessivas conjunturas demonstraram é que, dada a restrição externa, e “como a capacidade instalada não cresce quanto deveria, qualquer movimento de crescimento do consumo é abortado através de medidas de restrição de crédito, elevação dos juros e aumento dos compulsórios, de forma que o crescimento se torna um subproduto, e não o objetivo principal da política econômica” (Lacerda, 1999: 115). Além disso, longe de corrigir o quadro de vulnerabilidade externa da economia brasileira, a desvalorização cambial de 1999 só mostrou o caráter rígido, estrutural, dos déficits externos, provocados pela estratégia de inserção passiva que caracterizou o período neoliberal dos anos 90.



## 4.2- IMPACTOS DISTRIBUTIVOS NOS ANOS 90

Não é de hoje que o perfil distributivo de renda no Brasil apresenta uma característica marcadamente concentrada, sendo um dos piores de toda a economia mundial. A situação chegou a um ponto tal que o Banco Mundial (1998) constatou que o Brasil era o segundo país com pior concentração de renda no mundo, só perdendo para Serra Leoa, e aquele em que os 10% mais ricos da população se apropriavam de maior parcela de sua renda nacional em 1998: 47,9% (Gonçalves, 1999c: 62).

Para o mesmo ano, 1998, o Índice de Desenvolvimento Humano (IDH), calculado pelo PNUD (2000), mostrava o país na 74<sup>a</sup> posição, ainda que fosse a 8<sup>a</sup> economia do mundo em relação ao PIB, e a 54<sup>a</sup> em termos de renda per capita.

Em termos históricos, a grande concentração de renda acompanha a evolução do país desde a sua formação econômica e social dos tempos coloniais<sup>17</sup>. Mesmo em períodos de aceleração do crescimento e da industrialização essa característica esteve presente no processo de acumulação do capital no país. Nas últimas décadas, “considerando o período 1960-1990 pode-se constatar um extraordinário processo de concentração de renda no Brasil na medida em que os 10% mais ricos ganharam 9 pontos de percentagem na sua já elevada participação na renda, enquanto os 40% mais pobres perderam 0,9 pontos de percentagem. Em 1990 chegamos ao resultado extraordinário: os 10% mais ricos respondem por 48,7% da renda, enquanto os 40% mais pobres recebem 7,9% da renda nacional” (Gonçalves, 1999c: 50). A evolução da distribuição de renda no país pode ser observada através do Índice de Gini na tabela 16<sup>18</sup>.

Tabela 16 - Evolução da distribuição de renda no Brasil (1960/1990)

Ano	1960	1970	1980	1990
Índice de Gini	0,50	0,56	0,59	0,63
10+/10-	34	40	47	78

Fonte: Benjamin et alii (1998: 197).

<sup>17</sup> “A prevalência da grande propriedade exportadora, dos ciclos produtivos regionalmente localizados e da exclusão social atrofiam o desenvolvimento do mercado interno, que seria um fator decisivo na integração econômica do país” (Benjamin et alii, 1998: 75).

<sup>18</sup> O índice de Gini varia entre zero (renda distribuída de forma eqüitativa) e um (renda totalmente concentrada), conferindo maior peso à distribuição nas faixas centrais. A comparação “10+/10-”, por sua vez, mede as desigualdades nos extremos.

Com o processo de abertura externa e reformas, implementado nos anos 90, segundo suas justificativas convencionais, esse panorama deveria ser alterado, pois a estabilização e o crescimento da produtividade, incentivada principalmente pela abertura comercial, levariam a ganhos salariais substanciais, notadamente para as camadas mais pobres e com pouca qualificação.

Tabela 17 - Distribuição pessoal da renda do trabalho (Brasil – 1981/1995)

Grupos de renda	1981	1986	1990	1992	1993	1995
1% mais rico	12,1	14,0	13,9	13,1	15,5	13,4
10% mais ricos	44,9	47,3	48,1	45,1	49,0	47,1
50% mais pobres	14,5	13,5	12,0	14,0	12,9	13,3
10% mais pobres	0,9	1,0	0,8	0,8	0,7	1,0
Índice de Gini	0,564	0,584	0,602	0,575	0,603	0,592

Fonte: IBGE (PNAD), apud Mattos e Cardoso Jr. (1998: 809).

Do ponto de vista de distribuição pessoal da renda, a tabela 17 mostra uma aparente melhora entre 1990 e 1995, notadamente se comparados os anos de 1993 e 1995<sup>19</sup>. Isso se explica, basicamente, por dois fatores (Mattos e Cardoso Jr., 1998). Em um primeiro lugar, a redução do imposto inflacionário conseguida pelo Plano Real levou a um ganho em termos reais, uma vez que a menor proteção contra as perdas inflacionárias tende a se concentrar justamente nas camadas mais baixas. Em segundo lugar, teria ocorrido um efeito preços-relativos. O processo de abertura comercial provocou uma elevação da relação entre os preços de setores *non tradebles* (não sujeitos à concorrência externa) e os preços de *tradebles* (sujeitos à concorrência externa). Isso provocou uma elevação relativa da remuneração dos autônomos, frente à remuneração dos trabalhadores industriais. Dessa maneira, “o perfil do conjunto dos ocupados no mercado de trabalho nacional tende, portanto, a melhorar, pois os salários pagos aos trabalhadores empregados nesses setores industriais são mais elevados, em média, do que os rendimentos dos prestadores de serviços pessoais” (Mattos e Cardoso Jr., 1998: 815).

Do ponto de vista da pobreza, a tabela 18 apresenta a proporção de pobres sobre o total da população, e também permitiria uma avaliação positiva, com maior ênfase para o período 1993-1995. De fato, assim como para a distribuição pessoal da renda, isso ocorreu pelos ganhos com a estabilização e o efeito preços-relativos, além do

<sup>19</sup> Mesmo assim, “como a desigualdade de renda está atrelada aos altos rendimentos no extremo superior da distribuição, ganhos de rendimento na base da distribuição, como os ocorridos após o Plano Real, pouco afetam o coeficiente de Gini” (Rocha, 2000: 15).

período ter apresentado uma boa safra agrícola, com impactos positivos sobre o preço de bens básicos.

Tabela 18 - Proporção de Pobres, Grandes Regiões e Brasil, 1992-98  
(em % do total da população)

Região	1992	1993	1995	1996	1997	1998
Sudeste	24,25	24,74	15,82*	16,48	16,75	15,9
Norte	54,03	52,44	42,54*	41,68	41,8	41,74
Centro-Oeste	25,14	22,41	16,23	16,56	14,81	13,93
Sul	17,29	14,84	11,3*	11,02	10,17	10,6
Nordeste	44,58	45,37	31,43*	33,29	31,97	28,85
Brasil	30,22	30,01	20,71*	21,75*	20,96*	19,94*

\*Variação significativa, ao nível de 5% de significância em relação ao ano anterior.

Fonte: Gomes e Neder (2000: 11-12).

Por esses dados, a conclusão pareceria respaldar as análises que propagandeiam a estratégia de abertura como forma de obter impactos distributivos positivos.

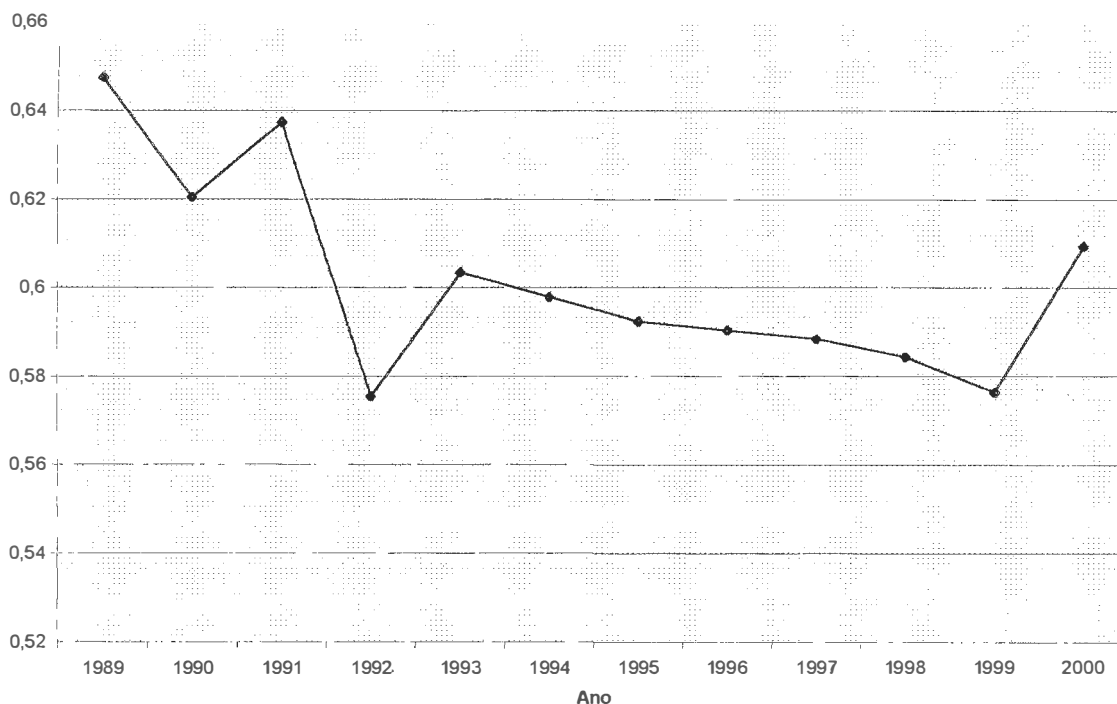
Contudo, várias considerações devem ser feitas a respeito de conclusões aparentes e apressadas como essa. Em primeiro lugar, no que se refere à distribuição pessoal da renda, as razões para a melhora efêmera provocada pelo Plano Real se esgotaram. Tanto a redução do imposto inflacionário como o efeito preços-relativos, derivado da abertura comercial, têm um impacto do tipo *once and for all*, que não permite uma mudança na trajetória estrutural do perfil distributivo. De fato, o índice de Gini voltou a crescer (gráfico 15), atingindo um valor igual a 0,609 em 2000, patamar semelhante ao de 1990 (0,62).

Quanto à pobreza, “os dados relativos a 1996 e 1997 permitem verificar que o patamar de incidência de pobreza no Brasil, reduzido drasticamente com a estabilização, mantém-se praticamente inalterado desde então” (Rocha, 2000: 09). Além disso, através do cálculo do hiato de renda, Gomes e Neder (2000: 14) mostram que a renda média dos pobres equivalia, em 1998, a apenas 55% do valor da linha de pobreza, enquanto que em 1995 (pós-Real) esse valor superava levemente os 54%. Dessa maneira, os fatores que levaram à redução da proporção de pobres na metade dos anos 90 estariam esgotados e, mesmo assim, a renda média dos pobres, em termos do valor da linha de pobreza, não parece ter sofrido os efeitos da estabilização<sup>20</sup>.

<sup>20</sup> Banco Mundial (2002) estima que a parcela da população que sobrevive com o equivalente a US\$ 2,00 por dia no Brasil passou de 17,4% em 1990 para 26,5% em 1998.

Outros indicadores permitem retirar conclusões ainda mais precisas sobre a questão distributiva nos anos 90.

**Gráfico 15: Índice de Gini no Brasil**



Fonte: IBGE.

A tabela 19 mostra a distribuição de renda por grupos socio-ocupacionais, comparando 1992 e 1998. A principal vantagem deste tipo de enfoque é que ele permite captar mais acuradamente as variações nos extremos da sociedade em casos de grande concentração de renda, ao contrário do índice de Gini, justamente por levar em conta a estrutura ocupacional da população.

Pelos dados apresentados, a primeira camada foi a única dentre as quatro que obteve crescimento real da renda, uma vez que manteve sua participação no total da população, e aumentou sua participação no total da renda de 41,1% para 45,1% entre 1992 e 1998. Observando a proporção entre a participação no total da renda e na população total, essa primeira camada saiu de um fator 2,7 em 1992 para 2,9 em 1998.

A segunda camada, por sua vez, apresentou um pequeno acréscimo na participação da renda total, mas este foi acompanhado por um crescimento proporcional na sua participação no total da população. Isso fez com que o fator que relaciona as duas participações permanecesse relativamente estável em 1,17.

Tabela 19 - Distribuição de renda por grupos socio-ocupacionais, 1992/1998

Camadas \ Ano	% no total da população		% no total da renda	
	1992	1998	1992	1998
<b>Primeira Camada</b>	<b>15,2</b>	<b>15,3</b>	<b>41,1</b>	<b>45,1</b>
Proprietários empregadores	5,8	5,5	14,4	15,5
Profissionais empregadores	0,2	0,4	0,9	2
Profissionais autônomos – camada superior	0,5	0,7	2,2	3,4
Alta classe média assalariada	6,9	6,7	18,7	18,3
Profissionais autônomos – camada média	0,7	0,6	1,3	1,1
Sem ocupação	1,1	1,4	3,6	4,8
<b>Segunda Camada</b>	<b>14,5</b>	<b>15,6</b>	<b>17,1</b>	<b>18</b>
Média classe média assalariada	6,4	7	8,5	9,3
Trabalhadores autônomos – camada superior	1,8	2,6	2,1	2,7
Trabalhadores autônomos – camada inferior	0,5	0,7	0,5	0,7
Proprietários por conta própria – urbanos	4,7	4,5	5	4,6
Sem ocupação	1,1	0,8	1	0,7
<b>Terceira Camada</b>	<b>44,6</b>	<b>44,8</b>	<b>33,4</b>	<b>30</b>
Operários e assalariados populares – camada superior	10,7	9,5	9,5	7,6
Baixa classe média assalariada	12	11,7	11,9	10,3
Ignorados (sem informação de ocupação)	0,2	0,1	0,1	0,1
Trabalhadores autônomos – camada média	6,8	7,8	4	4,4
Operários e assalariados populares – camada média	12,5	12,7	6,7	6,1
Trabalhadores não-remunerados*	-	0,3	-	0,2
Trabalhadores autônomos – camada inferior	1,3	0,8	0,7	0,4
Sem ocupação	1,1	1,9	0,5	0,9
<b>Quarta Camada</b>	<b>25,7</b>	<b>24,3</b>	<b>8,4</b>	<b>6,9</b>
Autoconstrução – não ocupados**	0,1	0,1	0	0
Trabalhadores autônomos – camada baixa	0,5	0,6	0,2	0,2
Operários e assalariados populares	2,3	2,8	0,8	0,9
Trabalhadores domésticos	2,8	3,3	1	1,2
Assalariados rurais permanentes	4,2	3,2	1,3	0,9
Autoconsumo – não ocupados***	0,7	0,6	0,4	0,2
Proprietários por conta própria – rurais	10,1	8,0	3,6	2,4
Assalariados rurais temporários	2,1	2	0,5	0,5
Trabalhadores não remunerados*	0,3	-	0,1	-
Trabalhadores autônomos rurais	0,5	0,5	0,2	0,1
Ocupados com autoconsumo****	0,2	0,4	0,1	0,1
Sem ocupação	1,9	2,8	0,2	0,3

\*grupo residual, em termos familiares, encontra-se na quarta camada em 1992 e na terceira em 1998. Auxiliam seus familiares em empreendimentos por conta própria, sem remuneração regular, tanto no setor rural como no urbano.

\*\*Trabalhadores que se declararam não-ocupados na semana de referência, mas que estiveram ocupados com construção própria ou reformas.

\*\*\*Trabalhadores que se declararam não-ocupados na semana de referência, mas que estiveram ocupados com produção para seu próprio consumo.

\*\*\*\*Ocupados com a produção para seu próprio consumo.

Fonte: IBGE, elaborada pelo Prof. Waldir Quadros (Unicamp), publicado em Folha de São Paulo, 07/10/2001.

Por outro lado, a terceira e quarta camadas apresentaram uma redução absoluta e real de renda. Para a terceira, a queda na participação sobre a renda foi algo próximo de 3,4 pontos percentuais, ao mesmo tempo em que a participação sobre o total da população passou de 44,6% para 44,8% entre 1992 e 1998. Isso fez com que o fator participação na renda / participação na população caísse de 0,75 para 0,67 no período. A quarta camada, por último, até teve sua participação no total da população reduzido, mas em proporção insuficiente para compensar a queda na participação sobre a renda total. Com isso, o fator que relaciona as participações sobre renda e população para a camada mais pobre da população caiu de 0,32 em 1992 para 0,29 em 1998.

Essa forma de tratamento dos dados, com base na estrutura ocupacional, é inequívoca na conclusão de que a década de 90 produziu uma maior concentração de renda nas camadas mais ricas da população, principalmente porque o desemprego e a informalidade crescentes ao longo da década atingiram basicamente as camadas mais pobres da população, fenômeno não captado pelo tradicional índice de Gini.

Tabela 20 - Distribuição Funcional da Renda , 1994-1999 (% do PIB)

Discriminação	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Excedente Operacional Bruto <sup>1</sup>	38,4	40,3	41,0	42,8	42,3	41,4
Remuneração dos empregados	40,1	38,3	38,5	37,5	38,2	37,5
Salários	(32,0)	(29,6)	(28,8)	(27,8)	(27,5)	(26,5)
Rendimento de autônomos	5,7	5,9	5,7	5,6	5,5	5,1
Impostos líquidos de subsídios	15,8	15,6	14,8	14,2	13,9	16,0

1-inclui lucros, aluguéis e juros.  
Fonte: IBGE e Gonçalves e Pomar (2002: 68).

Uma outra maneira de constatar os impactos distributivos da década sobre a distribuição é analisar a distribuição funcional da renda, como apresentado na tabela 20. Por essas informações, observa-se que a participação do excedente operacional bruto no PIB (soma de lucros, aluguéis e juros) é crescente no período 1994-1999, ao mesmo tempo em que a parcela referente a remunerações, especificamente a salários, apresenta tendência inversa. Se comparadas com o início da década, essas participações no PIB denotam uma tendência ainda mais clara. O excedente operacional bruto representava 33% do PIB em 1990, chegando a 41,4% nove anos depois. Por sua vez, as remunerações caíram de 45% do PIB para 37,5% no período 1990-1999.

Todavia, analisando a composição desse excedente operacional bruto, as conclusões são ainda mais interessantes. A tabela 21 apresenta a evolução dos rendimentos do trabalho e do capital, dividindo este entre lucros e juros.

Tabela 21 - Renda do trabalho e do capital (1994-2000)

Discriminação	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	Média 1995-2000*
<b>Trabalhador</b>								
- Rendimento médio do pessoal ocupado <sup>1</sup>	100,4	106,7	118,0	126,7	129,3	128,7	121,6	3,4
- Massa de salários reais <sup>2</sup>	92,5	98,4	105,5	101,6	102,9	102,0	94,8	0,5
- Total de horas pagas <sup>2</sup>	100,5	100,2	90,7	86,3	80,0	75,3	76,5	-4,4
<b>Capitalista, lucro</b>								
- Rentabilidade do patrimônio das 500 maiores empresas (%)	10,7	6,1	5,0	4,8	4,2	-2,7	7,3	4,1
<b>Rentista, juro</b>								
- Rentabilidade real anual dos títulos públicos (%)	24,2	33,4	16,5	16,1	26,6	4,7	7,0	17,4
- Rentabilidade anual do patrimônio dos maiores bancos privados nacionais	13,7	12,2	14,6	13,8	18,7	20,8	13,8	15,7

\*média aritmética das taxas anuais de crescimento.

1-índice IBGE, julho 1994 = 100.

2-índice FIESP, junho 1994 = 100.

Fontes: Conjuntura Econômica, agosto de 2001; Exame, Melhores e Maiores, 2001 e Andima, Retrospectiva, diversos anos, apud Gonçalves e Pomar (2002: 68).

As maiores rentabilidades ligadas a lucros e juros, frente à evolução do rendimento do trabalho só confirmam a trajetória da distribuição funcional da renda. Entretanto, a brutal diferença entre a rentabilidade financeira, seja dos títulos públicos ou do patrimônio bancário, e a rentabilidade do capital produtivo evidenciam a crescente participação dos rendimentos financeiros dentro do excedente operacional bruto ao longo da década de 90.

De fato, entre 1994 e 2000, as 30 maiores instituições financeiras do país já acumulavam mais de R\$ 21 bilhões em lucros líquidos<sup>21</sup>, representando um crescimento de 313,5% comparando 1994 e 2000 (tabela 22).

A abertura financeira, com o conseqüente aumento das remunerações financeiras, em detrimento de rentabilidades operacionais, tendo em vista as altas taxas de juros ao longo de toda a década de 90, foi o fator preponderante nessa alteração do perfil da distribuição da renda funcional na economia brasileira. Dentre todos os efeitos da manutenção de altas taxas de juros por longo tempo, tem-se que estas “são

<sup>21</sup> Curiosamente, trata-se de um montante equivalente ao gasto pelo governo federal com o PROER.

incompatíveis com qualquer desconcentração de renda. O excedente como um todo, incluindo os lucros, precisa ser muito alto, o que conduz a uma divisão da renda nacional ainda mais perversa, com um avanço feroz do capital sobre os rendimentos do trabalho” (Benjamin et alii, 1998: 41).

Tabela 22 - Lucro Líquido dos Bancos (em R\$ milhões) 1994-2000.

Bancos <sup>1</sup>	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	Evolução 94-00 em %
1- Itaú	320,1	373,7	593,4	720,4	1300,9	1995,5	1830,3	471,68
2- Bradesco	445,7	540,1	824,5	830,5	1012,4	1104,8	1740,1	290,42
7- ABN – Amro	29	78,8	87,7	120,4	-102,8	142,3	257,43	788,25
11 – Citibank	46,3	27,1	104,8	124,1	103,3	458,9	202,3	336,73
13 – Bank Boston	27,6	42,1	45,6	74,9	108,2	175,5	185,21	569,29
14 – Banco JPM	2,5	3,3	7,0	21,9	101,3	240,08	147,27	5684,3
17– JP Morgan (Chase)	24,4	18,2	74,9	15,2	71,09	429,17	114,2	366,87
25 – Lloyds TSB	1,6	-23,3	-10,8	-14,9	6,63	54,73	75,56	4640,2
27-Bank of America	1,9	3,2	22,0	28,2	33,91	190,27	63,3	3213,6
Total <sup>2</sup>	2172	-2006	-4603	3926	3607	8993	8982	313,5

1-o número corresponde ao ranking entre as maiores 30 instituições financeiras por ordem decrescente de lucro líquido em 2000.

2-30 maiores instituições financeiras.

Fonte: Austin Asis, publicado em O Globo 21/11/2001.

Tabela 23 - Composição dos Lucros dos Bancos (% do total) 1990-2001

Ano	Crédito	Operações de Tesouraria (juros, dólar e investimentos no exterior)
1990	44,57	24,02
1991	77,05	8,74
1992	59,1	39,08
1993	34,08	31,16
1994	40,79	28,77
1995	62,19	27,88
1996	53,27	38,33
1997	51,43	38,36
1998	40,30	48,20
1999	46,80	42,94
2000	42,52	39,39
2001	42,93	42,42

Fonte: Austin Asis, em reportagem de O Globo de 11/08/2001.

Os altos juros domésticos, a especulação cambial, incluindo aqui a crescente oferta de títulos públicos com cobertura cambial, e a facilidade de movimentação de



capitais explicam não apenas o brutal crescimento dos lucros do setor bancário na década de 90, mas também a alteração de sua composição. A tabela 23 evidencia a modificação desta composição, com o crescimento dos lucros por operações de tesouraria (juros, dólar e investimentos no exterior).

A tudo isto deve-se somar os fenômenos da desnacionalização e concentração bancária, como visto anteriormente, e o fato de que as empresas de intermediação financeira apresentaram a maior concentração de receita declarada ao Imposto de Renda da Pessoa Jurídica (IRPJ) em 1999<sup>22</sup>. Essas empresas representaram 0,3% dos contribuintes do setor financeiro e tiveram uma receita cerca de 17% do total declarado no período nesse setor. A receita média no setor chegou a um equivalente de R\$ 28,8 milhões. Por outro lado, 13,5% das indústrias concentravam nesse ano 40% das receitas declaradas no setor industrial.

Enquanto o excedente operacional bruto, notadamente a renda financeira, foi beneficiado na década de 90<sup>23</sup>, o mercado de trabalho não parece possuir o mesmo papel central dentro do projeto implementado nos anos 90.

Entre os anos 1940 e 1980, o mercado de trabalho brasileiro apresentou claros sinais de estruturação em torno do emprego assalariado regular (urbano)<sup>24</sup>. Nesse período, assistiu-se a uma redução da participação relativa das ocupações sem registro, sem remuneração e por conta-própria, ao mesmo tempo em que ocorreu uma crescente formalização de parcelas da população economicamente ativa (PEA) e redução das taxas de desemprego (tabela 24).

A partir de 1980, ocorreu uma inflexão na tendência de estruturação do mercado de trabalho brasileiro. Apesar de uma política macroeconômica agressiva de geração de elevados superávits comerciais, como forma de atender ao pagamento do serviço da dívida externa, manteve-se o nível de assalariamento da PEA em torno dos 62% entre 1980 e 1991. Entretanto, a composição dos empregados com registro e sem registro entre os assalariados sofreu significativa alteração. Os empregados com registro passaram de 49,2% em 1980 para 36,6% em 1991, enquanto os empregados sem registro dobraram a sua participação entre os assalariados: de 13,6% para 26% entre

<sup>22</sup> Isso segundo as informações do *Perfil do Declarante da Pessoa Jurídica* divulgado pela Receita Federal para o ano-base 1998.

<sup>23</sup> “Essa transferência não teve sequer o atenuante de aumentar o investimento, cuja participação no PIB caiu de 20,6% em 1990 para 16,2% em 1996. A concentração de renda operou principalmente como um mecanismo concentrador de consumo” (Benjamin et alii, 1998: 92).

<sup>24</sup> Uma análise mais minuciosa dos processos de estruturação (1940/70) e desestruturação (1980/90) do mercado de trabalho brasileiro pode ser encontrada em Pochmann (1999).

1980 e 1991. Ainda nesse período, o indicador de precarização (total dos sem remuneração, sem registro e desempregados, como proporção da PEA) passou de 25,6% para 35,6%.

Tabela 24 - Evolução da População Economicamente Ativa, da condição de ocupação e do desemprego

ITENS	1940	1980	1989	1991	1995**	1999
PEA (mil)	15.751,0 (100%)	43.235,7 (100%)	62.513,2 (100%)	58.456,2 (100%)	70.750,5 (100%)	79.315,3 (100%)
Empregador	2,3%	3,1%	4,2%	3,9%	3,9%	3,7%
Conta própria	29,8%	22,1%	21,2%	23,9%	22,4%	20,9%
Sem remuneração	19,6%	9,2%	7,6%	5,4%	9,0%	12,6%
Assalariado	42,0%	62,8%	64,0%	62,6%	58,2%	53,2%
- Com registro	12,1%	49,2%	38,3%	36,6%	30,9%	26,5%
- Sem registro	29,9%	13,6%	25,7%	26,0%	27,3%	26,7%
Desempregado	6,3%	2,8%	3,0%	4,2%	6,4%	9,6%
Indicador de precarização*	55,8%	25,6%	36,3%	35,6%	42,7%	48,9%

\* O indicador de precarização é composto pela soma de “Sem remuneração”, “Sem registro” e “Desempregado”. Optou-se por não incluir os “Conta própria” no indicador, pois neste item estão incluídas categorias que não caracterizam emprego precário. Problema semelhante ocorre com o item “Sem registro”, mas optou-se por incluí-lo no indicador porque considera-se que a participação de formas precárias de emprego é majoritária.

\*\* Exclui o conjunto de pessoas não remuneradas com menos de 15 horas semanais de trabalho e os ocupados pelo autoconsumo.

Fonte: IBGE, Censos Demográficos e Estatísticas Históricas do Brasil, MTb, apud Pochmann (1999: 74).

Nos anos 90 os sinais de desestruturação do mercado de trabalho tornaram-se ainda mais evidentes. Observa-se nessa década um movimento de desassalariamento, provocado fundamentalmente pela eliminação dos empregos com registro, que representavam 38,3% da PEA ao final da década de 80 e chegam a 26,5% em 1999. Chama a atenção também a forte elevação do indicador de precarização, que passa de 35,6% da PEA em 1991 para 42,7% em 1995, e 48,9% em 1999. Deve-se notar que, embora todos os componentes do indicador tenham contribuído para a sua elevação, o item *desempregado* o fez em maior proporção.

Desassalariamento, precarização e desemprego parecem ter sido as palavras de ordem na implantação do projeto neoliberal para o mercado de trabalho no Brasil dos

anos 90. Comparando-se o perfil do desemprego, entre 1989 e 1996, outras características importantes vêm a tona (tabela 25).

Pelos dados da tabela 25, conclui-se que o desemprego cresceu mais para: (i) pessoas com mais de 11 anos de escolaridade<sup>25</sup>; (ii) pessoas com idade mais avançada (mais de 40 anos), para os homens; (iii) não-chefes de família (cônjuges); (iv) negros; e (v) pessoas que buscam o primeiro emprego (Pochmann, 1999: 104).

Não bastasse isso, as pressões por maior desregulamentação do mercado de trabalho brasileiro persistem.

Com tudo isso, pode-se afirmar que o perfil distributivo da economia brasileira foi agravado na década de 90, por conta do processo de abertura externa, intensificado pela sobrevalorização cambial entre 1994-1999 e pelas altas taxas de juros, que provocaram o crescimento do excedente operacional bruto, especificamente dos rendimentos financeiros, e a redução da participação salarial na renda nacional. Além disso, os fenômenos da informalização e do desemprego que caracterizaram o mercado de trabalho na década de 90 também contribuíram para elevar a concentração de renda no país.

Estes resultados não deveriam ser surpreendentes. As constatações de que os processos de abertura externa na América Latina, ao invés de redistribuírem renda, levaram a uma exacerbação de sua concentração, já são tematizadas até pelos defensores desses processos. Em recente e amplo estudo Slaughter (2000: 01) afirma : “the central message here is that many developing countries have recently seen income inequality *rise*, not fall, subsequent to trade and FDI [foreign direct investment] liberalization”.

Estudos menos isentos também constataam a situação: “las cifras indican que hoy en día, efectivamente, la desigualdad de América Latina en su conjunto es la más alta del mundo, que la desigualdad empeoró en los años ochenta y que no ha mejorado en los noventa. La opinión pública de la región a este respecto parece ser, entonces, bastante acertada” (Londoño e Székely, 1998: 196)<sup>26</sup>.

<sup>25</sup> Esta característica obriga os defensores da “teoria” do capital humano a, no mínimo, buscar alguns remendos, ainda que se demonstrem aparentemente inócuos, principalmente depois do vasto estudo da OIT (1996: 156) comprovando que “la ampliación de las oportunidades de empleo al alcance de los pobres es el modo más eficaz de reducir la pobreza y la desigualdad de ingresos”. O mesmo estudo ainda comprova que os custos não-salariais são muito baixos nos países em desenvolvimento, contrariando o argumento convencional.

<sup>26</sup> Mesmo assim, estes autores ainda têm a desfaçatez de afirmar que as reformas neoliberais não têm nada com isso. Ao contrário, afirmam eles, a situação seria pior sem elas. Apenas do ponto de vista metodológico, trata-se de mais um sintoma da *síndrome de imunidade auto-atribuída*. Como é impossível

Tabela 25 - Perfil do Desemprego, 1989 e 1996 (em %)

	1989	1996
<b>Tipo de desemprego</b>		
Total	6,7	14,2
Aberto	5,0	9,2
Oculto	1,7	5,0
- Precário	1,1	3,7
- Desalento	0,6	1,3
<b>Idade</b>		
10 a 14 anos	25,3	40,3
15 a 17 anos	15,8	39,8
18 a 24 anos	9,0	19,7
25 a 39 anos	5,3	11,1
mais de 40 anos	2,8	8,0
<b>Cor</b>		
Branca	6,1	12,5
Não Branca	8,1	16,4
<b>Sexo</b>		
Homem	5,7	12,6
Mulher	8,3	16,4
<b>Posição na família</b>		
Chefe	1,7	3,4
Cônjuge	1,6	3,8
Filho	7,4	10,0
Outros	4,3	7,3
<b>Escolaridade</b>		
menos de 5 anos	2,9	4,2
5 a 8 anos	4,9	7,3
9 a 11 anos	4,5	6,6
mais de 11 anos	1,8	2,9
<b>Experiência profissional anterior</b>		
Reemprego	5,8	11,3
Primeiro emprego	1,0	2,0
<b>Tempo de procura de trabalho</b>		
Desemprego total	15 semanas	22 semanas
Desemprego aberto	13 semanas	18 semanas
Desemprego oculto	17 semanas	29 semanas

Fonte: Fundação Seade, Dieese e FIBGE, apud Pochmann (1999: 105).

Mesmo com esse reconhecimento, várias “justificativas” são apresentadas para isentar as reformas neoliberais de qualquer responsabilidade na concentração de renda nos países que as implementaram. A principal delas pode ser assim resumida:

verificar a situação da região sem as consequências das reformas, pela simples razão objetiva de que elas foram de fato implementadas, o argumento é desmerecedor de maiores comentários.

“Deve ser enfatizado que não estamos argumentando que a distribuição de renda na América Latina não piorou nas últimas duas décadas. Os dados são claros neste ponto. Argumentamos, contudo, que somente com mais tempo o impacto de longo prazo das próprias políticas de liberalização, sem os efeitos das políticas de estabilização ou dos impactos transicionais, serão mensuráveis...” (Baer e Maloney, 1997: 58).

A partir disso, estudos como os do BID (1998a e 1998b) continuam reafirmando políticas trabalhistas convencionais (flexibilização e desregulamentação das normas trabalhistas) e políticas sociais compensatórias, aliadas de uma “pseudo-teoria” do capital humano, que defende o investimento em educação como forma de gerar empregos e reduzir desigualdades<sup>27</sup>.

Três observações a respeito desse argumento são imediatas: (i) de fato, considera-se o processo de estabilização como algo externo ao programa de reformas, quando se trata de avaliar os resultados, quando na verdade o primeiro é defendido como pré-condição para o segundo, no discurso teórico-ideológico; (ii) os dados, que expressam o resultado de uma década, e deveriam ser fundamentais justamente para avaliar esse resultado, não parecem ser muito importantes, ao menos não enquanto neguem o discurso ideológico<sup>28</sup>; e (iii) se é tudo uma questão de tempo, de quanto tempo as reformas precisarão para fornecer as decantadas benesses distributivas? Será que seus teóricos e ideólogos nos esclarecerão a respeito e anunciarão a sua chegada? Até lá, aceitando a inocente crença de que exista esse tempo, propõe-se o aprofundamento das reformas!

#### 4.2.1- Distribuição de riqueza: um exercício de estimação

Além do efeito direto que o processo de abertura e as reformas exercem sobre a distribuição de renda, ocorre ainda um efeito indireto. O processo de abertura externa, principalmente a liberalização financeira, incluindo o efeito da abertura ao investimento direto estrangeiro, tende a provocar uma concentração de riqueza, fornecendo um caráter mais rígido/estrutural à crescente concentração de renda, o que remete à questão da propriedade dos ativos. Confirmando-se essa tendência, pode-se fazer duas afirmações. Em primeiro lugar, o aumento da concentração de riqueza torna a já elevada

<sup>27</sup> Os merecidos comentários críticos à “teoria” do capital humano (sic) serão feitos no próximo item.

<sup>28</sup> Triste fim para uma tradição que se pretende positivista!

concentração de renda cada vez mais estrutural/rígida, ao concentrar a propriedade dos ativos. Em segundo lugar, essa maior concentração de riqueza relega um papel cada vez mais inócuo ou, na melhor das hipóteses, meramente paliativo, às políticas sociais tradicionais de compensação, justamente por causa do primeiro aspecto ressaltado.

A importância da concentração de propriedade de ativos em nada fornece qualquer seriedade à “teoria” do capital humano, única forma como a ideologia hegemônica tangencia a temática sobre a concentração de riqueza. De acordo com esse argumento, a causa fundamental da concentração de renda e dos baixos salários vigentes no mercado de trabalho é a baixa produtividade dos trabalhadores, determinada pelo baixo estoque de capital humano que lhes é característico.

Não bastasse a curiosa “conceituação” que pretende apagar a distinção entre capital e trabalho, pela simples consideração de que trabalhadores seriam capitalistas de si mesmos, o argumento incorre na clássica falácia da composição. O máximo que aumento de capital humano é capaz de produzir é a elevação de competitividade de um indivíduo em relação a outro, dadas as vagas no mercado de trabalho. Aplicar esta lógica ao conjunto dos indivíduos significa imaginar que o aumento do estoque de capital humano do conjunto de trabalhadores seria suficiente para aumentar o número de vagas. Afora a questão maior e mais importante de que a educação se justifica por razões relacionadas à cidadania e humanidade, o que se pode obter em termos de emprego, no máximo, é a proliferação de instruídos desempregados, uma vez que a demanda por trabalho tem outros determinantes. O que está implícito na “teoria” do capital humano é a sua tentativa de imputar a “culpa” pela exclusão social e pela pobreza à própria vítima. O trabalhador, supostamente, não racionalizaria corretamente a importância da educação; mais uma falha de mercado.

O processo concentrador da propriedade na história do Brasil passa, por um lado, pela forma de organização latifundiária da propriedade da terra, e, por outro, por uma industrialização/urbanização caracterizada pela concentração da propriedade dos meios de produção nos grandes grupos privados nacionais e internacionais (Gonçalves, 1999c: 54)<sup>29</sup>. Na última década de 90, em específico, a distribuição de riqueza foi muito influenciada pelos efeitos da liberalização financeira que, com as altas taxas de juros, valorização dos ativos financeiros, e com o amplo processo de fusões/aquisições e privatizações, provocou um crescimento da concentração de riqueza no país.

<sup>29</sup> Para uma discussão mais pormenorizada da origem e evolução da concentração de riqueza no Brasil ver Benjamin et alii (1998).

Gonçalves (1990) estimou o estoque total de riqueza no país em US\$ 1.219 bilhões para 1989. Para tanto, o autor dividiu o estoque de ativos em quatro grandes classes: ativos físicos, ativos financeiros, patrimônio líquido de empresas privadas e bens de consumo duráveis. Dentro dos ativos físicos, o autor atualizou o valor total de terras fornecido pelo Censo Agropecuário de 1980, através do deflator do dólar norte-americano (50% para o período entre 1980 e 1989), chegando a um total de US\$ 271 bilhões. No que se refere aos imóveis rurais (imóveis, veículos e instalações), o valor de US\$ 205 bilhões também foi obtido pela atualização dos dados do Censo Agropecuário de 1980 (US\$ 105,4 bilhões), considerando o deflator do dólar norte-americano e a taxa de crescimento do estoque de bens rurais, suposta como equivalente à taxa de crescimento do produto real do setor agropecuário (29,6% entre 1980 e 1989). Para os imóveis urbanos, multiplicou-se o número de domicílios particulares permanentes na área urbana, fornecido pela PNAD (24,4 milhões) pelo valor médio de imóveis urbanos no final de 1989 (US\$ 15 mil).

Os ativos financeiros, por sua vez, podem ser divididos em monetários (papel moeda em poder do público e depósitos a vista) e não-monetários (depósitos em poupança, depósitos a prazo, títulos do governo federal em poder do público, e outros). O Banco Central do Brasil, em 31/12/1989, informava um total de US\$ 9 bilhões para a primeira sub-classe e US\$ 119 bilhões para a segunda.

No tocante ao patrimônio líquido das empresas privadas, Gonçalves (1990: 23) estimou o patrimônio líquido das empresas não-financeiras a partir do valor anunciado pela revista *Quem é Quem na Economia Brasileira* (1989) para as 7.991 grandes e médias empresas do setor, supondo que estas respondiam por 50% do valor total, e adicionou o patrimônio líquido das empresas financeiras, chegando a US\$ 201 bilhões para esta classe de ativo em 1989. Finalmente, para o estoque de bens de consumo duráveis, Gonçalves (1990: 23) supôs que estes correspondiam a 5% do estoque de ativos físicos e financeiros, baseado em informações para a Grã-Bretanha em 1966, segundo Atkinson (1972: 07).

A estimativa de Gonçalves (1990) para a participação dos 1% mais ricos na propriedade do valor de cada ativo baseou-se em outras informações contidas em estudos anteriores, como Atkinson (1972), Lampman (1959) e Suplicy (1989), além de suposições próprias elaboradas pelo próprio autor. Essa participação, tanto em termos percentuais, como em bilhões de dólares americanos, encontra-se na tabela 26.

Tabela 26 - Distribuição de Riqueza, Brasil (1989)

Ativos	Total (US\$ bilhões)	1% mais ricos (US\$ bilhões)	1% mais ricos (%)
<b>Ativos físicos</b>	<b>841</b>	<b>391</b>	<b>46,5</b>
- Terras	271	170	62,7
- Imóveis rurais	205	129	62,9
- Imóveis urbanos	365	92	25,2
<b>Ativos Financeiros</b>	<b>128</b>	<b>77</b>	<b>60,2</b>
- Moeda <sup>1</sup>	9	3	33,3
- Depósitos <sup>2</sup>	45	19	42,2
- Títulos federais	62	44	72,0
- Outros	12	11	90,0
<b>Patrimônio líquido de empresas privadas</b>	<b>201</b>	<b>171</b>	<b>85,1</b>
<b>Bens de consumo duráveis</b>	<b>49</b>	<b>8</b>	<b>16,3</b>
<b>Total</b>	<b>1.219</b>	<b>647</b>	<b>53,07</b>

1-inclui papel-moeda em poder do público e depósitos a vista.

2-depósitos em poupança e a prazo.

Fonte: Gonçalves (1990: 32).

Segundo o exercício estimativo do autor, observa-se que os 1% mais ricos possuíam, em 1989, 46,5% do valor dos ativos físicos (US\$ 391 bilhões), 60,2% dos ativos financeiros (US\$ 77 bilhões), 85,1% do patrimônio líquido de empresas privadas (US\$ 171 bilhões) e 16,3% do valor dos bens de consumo duráveis (US\$ 8 bilhões). Em termos totais os 1% mais ricos possuíam US\$ 647 bilhões, 53,07% do total de ativos no Brasil em 1989.

Considerando todas as dificuldades inerentes a uma estimativa inicial de alguma variável que não é normalmente trabalhada, como foi o caso de Gonçalves (1990), o que se pretende agora sofre de uma dificuldade adicional. Não bastasse a escassez/insuficiência de informações para estimar o valor dos ativos físicos e o patrimônio líquido de empresas privadas, a tentativa de estimação da distribuição de riqueza no Brasil para 1999, atualizando o estudo de Gonçalves (1990), depara-se com a dificuldade adicional de saber a participação dos 1% mais ricos na propriedade de cada ativo específico para o ano de 1999. Optou-se aqui por manter os supostos feitos pelo autor para 1989, de forma que as modificações na distribuição de riqueza em 1999, de acordo com o exercício aqui apresentado, refletirão apenas as diferentes taxas de crescimento no valor dos ativos.



A atualização do valor de cada ativo para 1999 foi feita da seguinte maneira:

### (I) Ativos físicos

- valor das terras<sup>30</sup> = área total cultivada (353.611.115 Ha) x preço médio das terras no segundo semestre de 1999 (R\$ 1.441,96 por Ha) = R\$ 509,89 bilhões / taxa de câmbio em 31/12/1999 (R\$ 1,8428 por dólar) = US\$ 276,69 bilhões.

- imóveis rurais = valor em 1989 (US\$ 205 bilhões) x taxa de crescimento do produto real do setor agropecuário 1990-99 (32,9%)<sup>31</sup> x [ 1 + (deflator do dólar americano no período (33,4%))] = US\$ 363,43 bilhões.

- imóveis urbanos = número de domicílios particulares permanentes na área urbana, segundo PNAD (1999), (38, 5 milhões) x valor médio de imóveis urbanos no final de 1999<sup>32</sup> (US\$ 17 mil) = US\$ 654,5 bilhões.

### (II) Ativos financeiros em 31/12/1999<sup>33</sup>

- monetários = papel moeda em poder do público (R\$ 25,951 bilhões) + depósitos a vista (R\$ 36,794 bilhões) = R\$ 62,745 bilhões / taxa de câmbio em 31/12/1999 (R\$ 1,8428 por dólar americano) = US\$ 34,048 bilhões.

- depósitos = poupança (R\$ 111,407 bilhões) + a prazo (R\$ 129,311 bilhões) = R\$ 240,718 bilhões / taxa de câmbio em 31/12/1999 (R\$ 1,8428 por dólar americano) = US\$ 130,626.

- títulos do governo federal em poder do público = R\$ 383,57 bilhões / taxa de câmbio em 31/12/1999 (R\$ 1,8428 por dólar americano) = US\$ 208,14 bilhões.

- outros = saldo dos fundos (US\$ 77,68 bilhões) + ações (US\$ 1,5 bilhão) + títulos privados (US\$ 68,97 bilhões) + derivativos (US\$ 2,37 bilhões) = US\$ 150,5 bilhões.

### (III) Patrimônio líquido de empresas privadas

- empresas não-financeiras<sup>34</sup> = US\$ 236,2 bilhões.

<sup>30</sup> Segundo informações de Agroanalysis (2000).

<sup>31</sup> De acordo com o Boletim do Banco Central.

<sup>32</sup> Segundo a edição nº 95 da Revista Secovi-SP Indústria Imobiliária, de dezembro/99 - janeiro/00. Ver também [www.sccovi-sp.com.br](http://www.sccovi-sp.com.br), [www.abimh.org](http://www.abimh.org), e [www.cbic.org.br](http://www.cbic.org.br).

<sup>33</sup> Boletim do Banco Central, vários números, e Andima (2001).

<sup>34</sup> Valor obtido a partir do patrimônio líquido das maiores empresas privadas não-financeiras, segundo a revista Conjuntura Econômica (2000), em um total de R\$ 217,65 bilhões, e supondo que isso correspondesse a 50% do patrimônio líquido de todas as empresas não-financeiras.

- empresas financeiras<sup>35</sup> = patrimônio líquido dos fundos (R\$ 233,684 bilhões) + patrimônio líquido dos bancos (R\$ 256,3 bilhões) = R\$ 489,98 bilhões / taxa de câmbio em 31/12/1999 (R\$ 1,8428) = US\$ 265,89 bilhões.

(IV) Bens de consumo duráveis = 5% (I + II) = US\$ 90,89 bilhões.

Tabela 27 - Distribuição de Riqueza, Brasil (1999)

Ativos	Total (US\$ bilhões)	1% mais ricos (US\$ bilhões)	1% mais ricos (%)
<b>Ativos físicos</b>	<b>1.294,62</b>	<b>567,08</b>	<b>43,8</b>
- Terras	276,69	173,48	62,7
- Imóveis rurais	363,43	228,6	62,9
- Imóveis urbanos	654,5	165	25,2
<b>Ativos Financeiros</b>	<b>523,3</b>	<b>351,8</b>	<b>67,23</b>
- Moeda <sup>1</sup>	34,048	11,33	33,3
- Depósitos <sup>2</sup>	130,626	55,12	42,2
- Títulos federais	208,14	149,9	72,0
- Outros <sup>3</sup>	150,5	135,45	90,0
<b>Patrimônio líquido de empresas privadas</b>	<b>502,09</b>	<b>427,27</b>	<b>85,1</b>
<b>Bens de consumo duráveis</b>	<b>90,89</b>	<b>14,81</b>	<b>16,3</b>
<b>Total</b>	<b>2.410,9</b>	<b>1.360,96</b>	<b>56,45</b>

1- inclui papel-moeda em poder do público e depósitos a vista.

2-depósitos em poupança e a prazo.

3-inclui saldo dos fundos, ações, títulos privados e derivativos.

Fonte: Agroanalysis (2000); Boletim do Banco Central; Conjuntura Econômica (2000) e Andima (2001).

As informações estão sintetizadas na tabela 27, recordando que a participação dos 1% mais ricos na propriedade de cada ativo específico é suposta igual à prevalente em 1989. Mesmo assumindo que a concentração dentro de cada ativo não foi alterada entre 1989 e 1999, o que, obviamente, fornece ao exercício um caráter de subestimação da concentração de riqueza, é possível constatar que esta última foi acentuada nos anos 90. Se, em 1989, os 1% mais ricos possuíam 53,07% do total da riqueza no Brasil, em 1999 essa participação passou para 56,45%.

Isso ocorreu por conta, principalmente, do maior crescimento no valor dos ativos que apresentam maior concentração de propriedade: o patrimônio líquido de empresas privadas, especialmente as financeiras, e os ativos financeiros. Portanto, a liberalização e a abertura financeira parecem ter reforçado a concentração de riqueza, uma vez que

<sup>35</sup> Segundo Boletim do Banco Central e Andima (2001).

propiciaram o maior crescimento dos ativos em que predomina a propriedade dos 1% mais ricos.

O que os dados da economia brasileira na década de 90 mostram é inquestionável. Além de propiciar um substancial aumento da vulnerabilidade externa da economia brasileira, o processo de abertura externa que caracterizou os anos 90 levou a uma exacerbação da concentração de renda, tanto pelos seus efeitos na distribuição funcional da renda e na estrutura ocupacional do mercado de trabalho, como pela acentuação de seu determinante mais estrutural, a concentração de riqueza. Assim, apenas para não ir além do meramente factual, comprova-se que as teses ortodoxas de defesa da abertura externa brasileira, como forma de propulsionar o crescimento e reduzir a concentração de renda, foram totalmente desmentidas.

## CONCLUSÃO

A perspectiva neoliberal de desenvolvimento ganhou espaço teórico e ideológico no último quarto do século XX. Sua efetiva implementação ocorreu de forma pioneira e concentrada nos países periféricos.

Segundo esta perspectiva, as reformas estruturais que incentivassem o funcionamento do mercado, apoiado na iniciativa privada e na menor presença estatal nas atividades econômicas, garantiriam a retomada das altas taxas de investimento e o crescimento econômico com distribuição de renda.

A retomada do desenvolvimento econômico estaria limitada pelo contexto de esgotamento da perspectiva estruturada no processo de substituição de importações. Esta, a partir da liderança estatal, estaria caracterizada pela implementação de políticas de protecionismo comercial, repressão financeira e forte regulamentação dos mercados, principalmente, do mercado de trabalho. Mais especificamente, foram propostas as reformas estruturais de abertura comercial, liberalização financeira interna e externa, desregulamentação dos mercados, privatização de estatais e serviços públicos, e eliminação da maior parte dos subsídios, como forma de liberalizar os preços. Essas medidas, na visão neoliberal, formariam o único tipo de estratégia econômica capaz de garantir a inserção desses países periféricos no decantado novo processo de globalização.

É nesse contexto que se inserem as propostas de defesa da abertura externa como forma de garantir uma inserção internacional benéfica para esses países. Do ponto de vista da abertura comercial, existiriam três consequências desejáveis para os países periféricos: (i) melhora na alocação dos recursos e, portanto, na eficiência econômica, segundo os preceitos do modelo de vantagem comparativa; (ii) elevação das taxas de crescimento da produção, por intermédio da elevação da produtividade, em decorrência da maior concorrência exercida pelos produtos externos; e, (iii) melhora da distribuição de renda em favor do fator abundante (trabalho desqualificado no caso específico das economias periféricas), conforme o modelo Heckscher-Ohlin-Samuelson, além da elevação dos salários reais, por conta do choque de produtividade proporcionado pela concorrência externa. Ainda com os questionamentos dos novos modelos do comércio internacional sobre determinados supostos do modelo original, a abertura comercial seria desejável, dentre outras coisas, por fornecer acesso à tecnologia incorporada nos

bens importados, uma vantagem dinâmica não apontada pelo modelo original. Esses novos modelos destacam, ainda, o efeito pró-competitivo do comércio exterior.

A abertura financeira é justificada, por sua vez, pelas supostas vantagens trazidas pela livre mobilidade de capitais, afirmando que ela aperfeiçoaria a intermediação financeira global entre poupadores e investidores, permitindo a canalização da poupança externa para países com insuficiência de capital. Isto ajudaria também no financiamento compensatório de choques externos e, portanto, na estabilização do gasto interno. Defende-se ainda a abertura ao livre movimento de capitais porque ela levaria à perda de autonomia de política econômica para os países que a implementarem, o que seria salutar, já que isto reduziria o risco de políticas inadequadas ao novo contexto de globalização financeira, e proporcionaria uma maior uniformização das políticas econômicas.

Independente das justificativas ortodoxas para a abertura externa apresentarem uma mudança de forma ao longo do tempo, passando de uma defesa do tratamento de choque para o argumento da seqüência ótima e, posteriormente, para o revisionismo do pós-Consenso de Washington, o conteúdo das políticas apregoadas continua o mesmo. A inserção internacional dos países periféricos deveria ser norteadada pelo processo de abertura externa, comercial e financeira, ainda que o Estado devesse atuar como regulador-supervisor em mercados que apresentassem determinadas imperfeições.

A implementação pioneira desse tipo de política ocorreu na década de 70 em países do cone sul, como Chile e Argentina, ambos sob a liderança de ditaduras militares. A partir de 1982, o México também passou a executar uma estratégia neoliberal de desenvolvimento, no que foi acompanhado novamente pela Argentina na virada dos anos 80 para os 90. O que essas experiências latino-americanas demonstraram é que esse tipo de política provocou um aumento da vulnerabilidade externa dessas economias, que se manifestou em crônicos déficits em suas contas externas e superendividamento público. Essa vulnerabilidade, ao mesmo tempo em que gerou regimes de baixas taxas de crescimento, culminou na deflagração de crises cambiais e/ou financeiras em 1981-82 no Chile e Argentina, 1994 no México e, novamente, na Argentina em 2001-2002. A tendência à concentração de renda também foi observada nessas experiências latino-americanas de abertura externa.

Diferentemente, a opção de inserção internacional tomada pelos países asiáticos, durante a década de 80, no que ficou conhecido como o “milagre asiático”, possuiu uma característica mais ativa e com forte participação estatal na condução dos programas

econômicos. A dinâmica da região foi redefinida por um deslocamento do capital produtivo japonês rumo aos demais países da região, na forma de uma estratégia de substituição de importações com promoção de exportações. Os problemas apareceram justamente após a efetivação de medidas de liberalização financeira, que redundaram no aumento do grau de abertura financeira dessas economias. A crise de 1997 foi o resultado da conseqüente fragilidade financeira que se abateu sobre essas economias naquele momento.

Contrariamente ao que se defende como o melhor caminho para os países em desenvolvimento, a política efetivamente aplicada nos países centrais não condiz muito com a radicalidade do discurso neoliberal que seus governos costumam empregar. Como visto, mais do que no lado financeiro, é no aspecto comercial que o paradoxo entre o discurso neoliberal e a prática política se apresenta, tanto nos EUA como na União Européia. Mesmo a abertura e internacionalização financeiras foram adotadas como forma de financiamento, não só de déficits externos, mas principalmente do crescente estoque da dívida pública desses países. Durante a década de 80, esse estoque nos países da OCDE cresceu cerca de 300%.

Frente ao paradoxo “*discurso ideológico – prática efetiva dos países centrais*”, o Brasil optou, tardiamente, pelo ideário contido no primeiro e implementou uma estratégia de inserção internacional passiva ao longo dos anos 90. Como visto, tanto o processo de abertura comercial como o de abertura financeira foram iniciados já na virada dos anos 80 para os 90. O elemento de estabilização do programa neoliberal só foi obter sucesso relativo na segunda metade da década.

Ainda que a implementação das reformas neoliberais no Brasil não tenha seguido a seqüência ótima propugnada pela teoria convencional, e recomendada pelo Consenso de Washington, o importante a ressaltar é que a idéia de que só através dessas reformas é que a economia brasileira iria obter um novo regime com altas taxas de crescimento, e redução da concentração da renda, sempre esteve presente na opção de desenvolvimento adotada na década de 90. Assim, com seqüência ótima ou não, o fato é que as políticas econômicas do período pertencem à tradição neoliberal, por mais que seus formuladores procurem dissimular.

Os resultados dessas políticas repetiram os obtidos pelas experiências latino-americanas anteriores. Entre 1995 e 2000 o déficit comercial totalizou US\$ 25,5 bilhões que, somados aos US\$ 148,1 bilhões de déficit na conta de serviços, redundaram em um déficit em transações correntes de US\$ 158,3 bilhões entre 1995 e 2000. Esse crônico

déficit externo colocou a necessidade de um crescente financiamento externo, que se traduziu em um substancial crescimento do endividamento externo (a dívida externa cresceu 184% entre 1989 e 2000) e no grande diferencial entre as taxas de juros internas em relação às internacionais, diferença necessária para a atração dos capitais forâneos. Este último aspecto, além de contribuir para o aumento da dívida pública (a dívida líquida do setor público apresentou uma elevação de 267% entre 1994 e 2000), definiu uma situação de restrição ao crescimento da economia do país.

Estes problemas de balanço de pagamentos, aliados à incapacidade do governo em saldar suas contas, reduziram a credibilidade externa do país, o que redundou em uma situação de fuga de capitais já no segundo semestre de 1998, conformando a crise cambial de janeiro de 1999.

Este quadro parece confirmar a validade da visão crítico-conjuntural no que diz respeito à restrição externa ao crescimento que o país viveu ao longo da década de 90, assim como no que se refere à explicação da crise cambial de 1999.

Entretanto, os dados e indicadores apresentados neste trabalho demonstram que os problemas de vulnerabilidade externa da economia brasileira na década de 90 não são consequência meramente de uma distorção de preços relativos refletidos na taxa de câmbio, mas refletem um caráter mais estrutural.

Em primeiro lugar, é inquestionável que os substanciais déficits na balança comercial guardam uma relação estreita com a sobrevalorização do câmbio real que ocorreu no período 1992-1998. Entretanto, a adoção do regime de bandas para o câmbio, no contexto da implementação do Plano Real, não foi o único responsável pela sobrevalorização, uma vez que esta já vinha se efetivando desde 1992, justamente por causa da maciça entrada de capitais que se seguiu ao início do processo de abertura e liberalização financeiras. Por outro lado, o processo de abertura comercial provocou uma verdadeira mudança estrutural na economia brasileira. Reforçado pela valorização do câmbio, este processo levou a um brutal crescimento das importações, que não foi seguido da elevação das exportações, conforme pregavam as teses ortodoxas. Com isso, a demanda tendeu a se deslocar dos produtos domésticos para os produtos importados, incrementando a propensão a importar da economia e intensificando a restrição externa ao crescimento, que se manifestou, ao longo da década, no clássico movimento de *stop and go*.

Em segundo lugar, não se pode desprezar o substancial déficit da conta de serviços, responsável por grande parte do déficit crônico em transações correntes que o

país apresentou na década de 90. A abertura financeira e ao capital estrangeiro (investimento externo direto e de portfólio), ao mesmo tempo que aliviavam no curto prazo os problemas do balanço de pagamentos, recolocavam o problema para períodos posteriores, na medida em que redundaram no acréscimo do passivo externo (estoque da dívida externa e de capital estrangeiro) e do seu serviço (serviço da dívida externa acrescido da remessa de lucros e dividendos). Portanto, a contínua e crescente necessidade de financiamento externo obrigou a manutenção de altos diferenciais entre os juros domésticos e os internacionais, definindo a restrição externa que impediu o crescimento da economia brasileira ao longo dos anos 90.

Além disso, a piora do perfil distributivo na última década, não captada pelo tradicional índice de Gini, pode ser observada tanto pelos efeitos diretos que o processo de abertura externa teve na distribuição funcional da renda e na estrutura ocupacional do mercado de trabalho, como no efeito indireto dado pela acentuação de seu determinante mais estrutural, a concentração de riqueza.

Dessa forma, este estudo constatou que o processo de abertura externa no Brasil dos anos 90 levou a uma situação de acréscimo da vulnerabilidade externa de sua economia, expressa tanto nos desequilíbrios de fluxo (balanço de pagamentos e serviço do passivo externo) como nos de estoque (passivo externo e endividamento público). Portanto, o país defrontou-se com uma restrição externa estrutural ao crescimento, a acentuação da concentração de riqueza e renda. Ocorreu, também, a majoração da probabilidade de reversão de expectativas dos investidores internacionais, o que redundou em crises cambiais recorrentes, com sérias implicações financeiras, como ocorreu em 1995, 1999 e em 2002, às vésperas da eleição presidencial. Assim, como resultado da liberalização e da desregulamentação, o Brasil entra no século XXI mergulhado em uma trajetória de instabilidade e crise.



## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ABREU, M. de P. (1999) *O Brasil e a Economia Mundial, 1930-1945*. Rio de Janeiro, Ed. Civilização Brasileira.
- AGOSIN, M.R. e FFRENCH-DAVIS, R. (1993) “La Liberalización Comercial en América Latina”, *Revista de la Cepal*, n. 50, agosto, 41-62.
- AGROANALYSIS (2000) *Agroanalysis: revista de agronegócios da FGV*, Vol. 20, nº4, abril.
- AKYÜZ, Y.(1991a) “Comercio y Finanzas: disyuntivas del ajuste estructural”, *Pensamiento Iberoamericano* (20), Revista de Economía Política, Madrid, 285-307.
- AKYÜZ, Y.(1991b) “Inestabilidad y Incertidumbre en los Mercados Financieros Internacionales”, *Boletín del CEMLA*, vol. XXXVII, n.6, nov/dez.
- AKYÜZ, Y. (1992) “On Financial Openess in Developing Countries”, *Working Paper*, Unctad, Ginebra.
- AKYÜZ, Y. (1994) “Libéralisation Financière: mythes et réalités”, *Revue Tiers Monde*, t. XXXV, n. 139, juillet-septembre, 521-555.
- AMIN, S. (2001) “Théorie et Pratique du Projet Chinois de Socialisme de Marché”, *Socialisme et Marché: Chine, Vietnam et Cuba*. Paris, Centre Tricontinental, Louvain-la-Neuve.
- ANDIMA (2001) *O Novo Perfil do Sistema Financeiro – Relatório Econômico*, Rio de Janeiro, Associação Nacional das Instituições do Mercado Aberto.
- ANDERSON, P. (1995) “Balanço do Neoliberalismo”, em: Gentili, P. e Sader, E. (Orgs.) *Pós-neoliberalismo: as políticas sociais e o estado democrático*. Rio de Janeiro, Ed. Paz e Terra.
- ANINAT, E. e LARRAÍN, C.(1996) “Flujos de Capitales: lecciones a partir de la experiencia chilena”, *Revista de la CEPAL*, 60, dezembro: 39-48.
- ATKINSON, A. B. (1972) *Unequal Shares Wealth in Britain*. Harmondsworth, Penguin Books Ltd.
- BACEN (1997) *Investimentos Estrangeiros no Brasil – principais modalidades*, anexo II, Boletim do Banco Central do Brasil, maio.
- BAER, W. e MALONEY, W. (1997) “Neoliberalismo e Distribuição de Renda na América Latina”, *Revista de Economia Política*, vol. 17, nº3 (67), julho/setembro: 39-62.

- BAEZA, A. V. (1997) “Neoliberalismo vs. Intervencionismo no México: o retorno da mão invisível”, *Leituras de Economia Política*, Campinas, (5), dezembro: 65-78.
- BALASSA, B.(1982) *Development Strategies in Semi-industrial Economics*, N.Y. and London: Oxford University Press.
- BANCO MUNDIAL (1987) *World Development Report*, Washington D. C., Oxford University Press.
- BANCO MUNDIAL (1998) *World Development Indicators*, Washington D. C., World Bank: 64-70.
- BANCO MUNDIAL (2002) *World Development Indicators*, Washington D. C., World Bank.
- BARBOSA FILHO, N. (2002) “The Balance-of-Payments Constraint: from balanced trade to sustainable debt”, *Working Paper* 2001.06, Center for Economic Policy Analysis, New School University, January.
- BARROS, R.P. de, CRUZ, L.E., FOGUEL, M. e MENDONÇA, R. (1996) “Brasil: abertura comercial e mercado de trabalho”, *OIT/IPEA*, mimeo.
- BATISTA, P.N. (1994) “O Consenso de Washington: a visão neoliberal dos problemas latino-americanos”, *Caderno da Dívida Externa*, n.6.
- BATISTA Jr., P.N. (2000) *A Economia como ela é...* São Paulo, Editorial Boitempo.
- BAUMANN, R. e FRANCO, A. M.(2001) “Algumas Implicações do NAFTA para a Participação do Brasil na ALCA”, Rio de Janeiro, *seminários DIMAC* n.65, IPEA, agosto.
- BÉJAR, A.A. (1995) “México 1995: entre los desequilibrios macroeconómicos y la crisis política”, *Indicadores Económicos FEE*, 23 (2): 139-162.
- BENJAMIN, C.; ALBERTI, A. J.; SADER, E.; STÉDILE, J. P.; ALBINO, J.; CAMINI, L.; BASSEGIO, L.; GREENHALGH, L. E.; SAMPAIO, P. A.; GONÇALVES, R. e ARAÚJO, T. B. (1998) *A Opção Brasileira*, Rio de Janeiro, Ed. Contraponto.
- BHAGWATI, J. (1978) *Anatomy and Consequences of Exchange Control Regimes*, Cambridge, MA: Ballinger Pub. Co. for NBER.
- BID (1998a) *América Latina frente a la Desigualdad: progreso económico y social en América Latina*. Informe 1998-1999, Washington D. C.
- BID (1998b) *América Latina después de las Reformas*, *Pensamiento Iberoamericano*, vol. extraordinario, Madrid.

- BIELSCHOWSKY, R. (Org.) (2000) *Cinquenta Anos de Pensamento na CEPAL*, Rio de Janeiro, Ed. Record, 2 volumes.
- BILBAO, A. (2000) “Adam Smith: libertad individual y mercado”, *Problemas del Desarrollo*, vol.31, nº122, II Ec. – UNAM, México, julio-septiembre: 129-150.
- BOCCHI, J.I. (2000) “Restrições Externas e Desenvolvimento Econômico no Brasil: o eterno retorno”, em: Bocchi, J.I. (Org.) *Restrições Externas e Desenvolvimento Econômico no Brasil*, *Cadernos PUC-Economia*, nº 9, Educ, São Paulo.
- BORÓN, A. A. (1994) *Estado, Capitalismo e Democracia na América Latina*, Rio de Janeiro, Ed. Paz e Terra.
- BOTARO, R.F. (2001) “O Mercado de Títulos de Países Emergentes nos anos 90”, *Finanças Públicas*: V Prêmio Tesouro Nacional, ESAF, Brasília.
- BOUZAS, R. (1996) “La Crisis del Peso Mexicano y El Plan Argentino de Convertibilidad: virtud o impotencia monetaria?”, em: Roett, R. (Org.) *La Crisis del Peso Mexicano: perspectivas internacionales*, México, Fondo de Cultura Económica.
- BRAGA, J.C.S. (1999) “Alemanha: império, barbárie e capitalismo avançado”, em: Fiori, J.L. (Org.) *Estados e Moedas no Desenvolvimento das Nações*, Petrópolis, Ed. Vozes.
- CALVET, J.G. (1994) “Prestaciones Sociales, Eficiencia y Equidad: análisis del gasto de protección social en España, 1982-1992”, em: *La Larga Noche Neoliberal – políticas económicas de los ochenta*, Icaria Editorial / Instituto Sindical de Estudios, 2ª. edición, España.
- CALVO, G. (1991) “El Liberalismo Fracturado: la Argentina durante la administración de Martínez de Hoz”, em: Edwards, S. e Teitel, S. (Comps.) *Crecimiento, Reforma y Ajuste: las políticas comerciales y macroeconómicas de América Latina en los decenios de 1970 y 1980*, Fondo de Cultura Económica – BID, México/Argentina.
- CANO, W. (1999) “América Latina: do desenvolvimentismo ao neoliberalismo”, em: Fiori, J.L. (Org.) *Estados e Moedas no Desenvolvimento das Nações*, Petrópolis, Ed. Vozes.
- CANO, W. (2000) *Soberania e Política Econômica na América Latina*, São Paulo, Editora UNESP.
- CANUTO, O. e LAPLANE, M.(1995) “Especulação e Instabilidade na Globalização Financeira”, *Economia e Sociedade*, Campinas, (5), dezembro, 31-60.

- CARNEIRO, D. D. (1990) “Crise e Esperança: 1974-1980”, em: Abreu, M. de P. (Org.) *A Ordem do Progresso: cem anos de política econômica republicana, 1889-1989*, Rio de Janeiro, Ed. Campus, 13<sup>a</sup>. tiragem.
- CARVALHO, F.C. (1998) “On Bank’s Liquidity Preference. International”, *JPKE Workshop*, 5. Proceedings. Knoxville, University of Tennessee.
- CASSEB, N.C.B. (2000) “Breve Reflexão sobre o Setor Externo da Economia Brasileira nas décadas de 70 a 90”, em: Bocchi, J.I. (Org.) Restrições Externas e Desenvolvimento Econômico no Brasil, *Cadernos PUC-Economia*, nº 9, Educ, São Paulo.
- CASTRO, A. B. (1985) “Ajustamento x Transformação: a economia brasileira de 1974 a 1984”, em: Castro, A.B. e Souza, F.E.P. *A economia brasileira em marcha forçada*, Rio de Janeiro, Ed. Paz e Terra.
- CASTRO, A. B. (2000) “Reavaliação do Passado e Discussão do Futuro: uma perspectiva centrada no crescimento econômico”, IE/UFRJ, *Texto para Discussão*, mimeo, julho.
- CEPAL. *Anuario Estadístico de América Latina y El Caribe*, Santiago, vários anos.
- CEPAL. *Estúdio Económico de América Latina*, Santiago, vários anos.
- CEPAL (1990) *Transformación Productiva com Equidad: la tarea prioritaria del desarrollo de América Latina y El Caribe en los años noventa*, Santiago do Chile, março.
- CEPAL (1997) *La Brecha de la Equidad: América Latina, El Caribe y la cumbre social*, CEPAL/ONU.
- CEPAL (1998) *América Latina y El Caribe: políticas para mejorar la inserción en la economía mundial*, Santiago do Chile, 2<sup>a</sup> edição, Fondo de Cultura Económica.
- CHESNAIS, F. (1996) *A Mundialização do Capital*, São Paulo, Ed. Xamã.
- CHESNAIS, F.(1999a) “Introdução Geral”, em: Chesnais, F. (Org.) *A Mundialização Financeira: gênese, custos e riscos*, São Paulo, Ed. Xamã.
- CHESNAIS, F. (1999b) “Mundialização Financeira e Vulnerabilidade Sistêmica”, em: Chesnais, F. (Coord.) *A Mundialização Financeira: gênese, custos e riscos*, São Paulo, Ed. Xamã.
- CINTRA, M. A. M. (1998) “A Montagem de um Novo Regime Monetário-Financeiro nos Estados Unidos: 1982-94”, em: Cintra, M. A. M. e Freitas, M.C.P.de. *Transformações Institucionais dos Sistemas Financeiros – um estudo comparado*, FAPESP/FUNDAP, São Paulo.

- CINTRA, M. A. M. (1999) *Uma Visão Crítica da Teoria da Repressão Financeira*, Campinas, Editora da Unicamp.
- CONJUNTURA ECONÔMICA (2000) *500 Maiores Empresas do Brasil: ranking das S. A. não-financeiras*, Vol. 54, nº8, agosto.
- COUTINHO, L.G. (1999) “Coréia do Sul e Brasil: paralelos, sucessos e desastres”, em: Fiori, J.L. (Org.) *Estados e Moedas no Desenvolvimento das Nações*, Petrópolis, Ed. Vozes.
- COUTINHO, L.G. e BELLUZZO, L.G.M.(1996) “Desenvolvimento e Estabilização sob Finanças Globalizadas”, *Economia e Sociedade*, Campinas, (7), dezembro.
- CRUZ, P. D. (1984) *Dívida Externa e Política Econômica: a experiência brasileira nos anos 70*, São Paulo, Ed. Brasiliense.
- CUNHA, A.M. (1998) “O Pacífico Asiático: da integração econômica dos anos 80 e 90 à crise financeira”, *Anais do III Encontro Nacional de Economia Política*, Sociedade Brasileira de Economia Política.
- DAMILL, M. e KEIFMAN, S. (1992) “Liberalización del Comercio en una Economía de Alta Inflación: Argentina 1989-91”, *Pensamiento Iberoamericano*, n.21: 103-127.
- DELFIN NETTO, A. (1997) “O Plano Real e a Armadilha do Crescimento Econômico”, em: Mercadante, A. (Org.) *O Brasil Pós-Real: a política econômica em debate*, Campinas, IE-Unicamp.
- DELFIN NETTO, A. (1998) *Crônica do Debate Interditado: artigos, entrevistas e ensaios*, Rio de Janeiro, Ed. Topbooks.
- DEMIRGÜÇ-KUNT, A. e DETRAGIACHE, E. (1998) “Financial Liberalization and Financial Fragility”, *IMF Working Paper 93/83*, Washington D.C.
- DEVLIN, R.; FFRENCH-DAVIS, R. e GRIFFITH-JONES, S. (1997) “Fluxos de Capital e Desenvolvimento: implicações para as políticas econômicas”, em: Ffrench-Davis, R. e Griffith-Jones, S. (Orgs.) *Os Fluxos Financeiros na América Latina: um desafio ao progresso*, Rio de Janeiro, Ed. Paz e Terra.
- DIAZ-ALEJANDRO, C. (1985) “Good-bye Financial Repression, Hello Financial Crash”, *Journal of Development Economics*, 19, North-Holland, 1-24.
- DORNBUSCH, R., GOLDFAJN, I. e VALDÉS, R.O.(1995) “Currency Crises and Collapses”, *Brooking Papers on Economic Activity*, n.2, Brookings Institution, Washington D.C.

- DOS SANTOS, T. (2000) *A Teoria da Dependência: balanço e perspectivas*, Rio de Janeiro, Ed. Civilização Brasileira.
- DRAIBE, S.M. (1994) “Neoliberalismo y Políticas Sociales: reflexiones a partir de las experiencias latinoamericanas”, em: *Desarrollo Económico*, IDES, v. 34, n.134, julho-setembro, Buenos Aires: 181-196.
- DYMSKI, G.A.(1988) “A Keynesian Theory of Bank Behavior”, *Journal of Post Keynesian Economics*, 10 (4), summer, 499-526.
- EASTERLY, W. (2001) “The Lost Decades: developing countries’ stagnation in spite of policy reform 1980-1998”, *Journal of Economic Growth*, 6, june: 135-157.
- EASTERLY, W., LOAYZA, N. e MONTIEL, P. (1997) “Has Latin America’s Post-Reform Growth been Disappointing?”, *Journal of International Economics*, 43, n 3/4, november: 287-311.
- EDWARDS, S. (1991) “El Monetarismo en Chile, 1973-1983: algunos enigmas de la economía”, em: Edwards, S. e Teitel, S. (Comps.) *Crecimiento, Reforma y Ajuste: las políticas comerciales y macroeconómicas de América Latina en los decenios de 1970 y 1980*, Fondo de Cultura Económica – BID, México/Argentina.
- EDWARDS, S. (1992) “Trade Orientation, Distortions and Growth in Developing Countries”, *Journal of Development Economics*, vol.39, n.1, jul, 31-57.
- EDWARDS, S. (1993) “Openess, Trade Liberalization and Growth in Developing Countries”, *Journal of Economic Literature*, v.XXXI, september, 1358-1393.
- EDWARDS, S. e EDWARDS, A.C. (1992) *Monetarismo y Liberalización: el experimento chileno*, México, Fondo de Cultura Económica.
- EDWARDS, S. e TEITEL, S.(1991) *Crecimiento, Reforma y Ajuste: las políticas comerciales y macroeconómicas de América Latina en los decenios de 1970 y 1980*, Mexico, Fondo de Cultura Económica.
- EICHENGREEN, B. (2000) *A Globalização do Capital: uma história do sistema monetário internacional*, São Paulo, Editora 34.
- EICHENGREEN, B., MUSSA, M., DELL’ARICCIA, G., DETRAGIACHE, E., MILESI-FERRETTI, G.M. e TWEEDIE, A (1998) “Capital Account Liberalization: theoretical and practical aspects”, *IMF Occasional Paper*, 172, Washington D.C.
- EICHENGREEN, B., MUSSA, M., DELL’ARICCIA, G., DETRAGIACHE, E., MILESI-FERRETTI, G.M. e TWEEDIE, A (1999) “Liberalizing Capital

Movements: some analytical issues”, *IMF Economic Issues*, n. 17, Washington D.C.

ERBER, F. e CASSIOLATO, J.E. (1997) “Política Industrial: teoria e prática no Brasil e na OCDE”, *Revista de Economia Política*, vol.17, n.2 (66), abril-junho: 32-60.

EVANS, D. (1994) “Manos Visibles y Invisibles en la Reforma de la Política Comercial”, em: Colclough, C. e Manor, J. (Comp.) *Estados o Mercados? El neoliberalismo y el debate sobre las políticas de desarrollo*, México, Fondo de Cultura Económica.

FANELLI, J.M. e FRENKEL, R. (1994) “Gradualisme, Traitement de Choc et Périodisation”, *Revue Tiers Monde*, t. XXXV, n.139, juillet-septembre.

FANELLI, J.M. e MACHINEA, J.L. (1997) “Os Movimentos de Capitais na Argentina”, em: Ffrench-Davis, R. e Griffith-Jones, S. (Orgs.) *Os Fluxos Financeiros na América Latina: um desafio ao progresso*, Rio de Janeiro, Ed. Paz e Terra.

FELIX, D. (1994) “Mobilité Financière Internationale: effets destabilisateurs et régulation”, *Revue Tiers Monde*, t. XXXV, n.139, juillet-septembre.

FERNANDES, J.A.C. e RIOS, S.P. (1999) “ALCA e EU: elementos para a formação de uma estratégia negociadora”, *Política Externa*, vol.8, n.1, junho: 16-48.

FERNÁNDEZ-ARIAS, E. e MONTIEL, P. (1998) “Reforma Económica y Crecimiento en América Latina durante la década de 1990”, em: BID, América Latina Después de las Reformas, *Pensamiento Iberoamericano*, vol. extraordinario, Madrid.

FERREIRA Jr., H. M. (1994) “Reestruturação Industrial e Inserção Internacional: a liberalização conservadora (México – 1982/1992)”, *Tese de Doutorado*, IE-Unicamp.

FFRENCH-DAVIS, R. (1997) “O “Efeito-Tequila”, suas Origens e seu Alcance Contagioso”, em: Ffrench-Davis, R. e Griffith-Jones, S. (Orgs.) *Os Fluxos Financeiros na América Latina: um desafio ao progresso*, Rio de Janeiro, Ed. Paz e Terra.

FFRENCH-DAVIS, R. (1999) *Macroeconomía, Comercio y Finanzas: para reformar las reformas en América Latina*, CEPAL/McGraw-Hill, Santiago.

FFRENCH-DAVIS, R.; LEIVA, P. e MADRID, R. (1992) “Liberalización Comercial y Crecimiento: la experiencia de Chile, 1973-89”, *Pensamiento Iberoamericano*, no.21: 33-55.

- FFRENCH-DAVIS, R.; AGOSÍN, M. e UTHOFF, A.(1997) “Movimentos de Capitais, Estratégia Exportadora e Estabilidade Macroeconômica no Chile”, em: Ffrench-Davis, R. e Griffith-Jones, S. (Orgs.) *Os Fluxos Financeiros na América Latina: um desafio ao progresso*, Rio de Janeiro, Ed. Paz e Terra.
- FILGUEIRAS, L. A. M. (2000) *História do Plano Real: fundamentos, impactos e contradições*, São Paulo, Boitempo Editorial.
- FIORI, J.L. (1997) *Os Moedeiros Falsos*, Petrópolis, Ed. Vozes.
- FOXLEY, A. (1988) *Experimentos Neoliberales en América Latina*, México, Fondo de Cultura Económica.
- FRANCO, G.H.B.(1998) “A Inserção Externa e o Desenvolvimento”, *Revista de Economia Política*, 18 (3), julho/setembro.
- FREITAS, C. E. de (1996) “Liberdade Cambial no Brasil”, em: Baumann, R. (Org.) *O Brasil e a Economia Global*, Rio de Janeiro, Ed. Campus – SOBEET, 5ª edição.
- FREITAS, M.C. e PRATES, D.M. (1998) “Abertura Financeira na América Latina: experiências da Argentina, Brasil e México”, *Economia e Sociedade*, Campinas, (11), dezembro: 173-198.
- FRIEDMAN, M. (1985) *Capitalismo e Liberdade*, São Paulo, Ed. Nova Cultural, Coleção Os Economistas.
- FRITSCH, W. e FRANCO, G.H.B. (1992) “Política Comercial no Brasil: passado e presente”, *Pensamiento Iberoamericano*, nº21: 129-144.
- GÁTICA, J. e MIZALA, A.(1990) “Autoritarismo e Ortodoxia Econômica: Chile 1974-87”, *Revista de Economia Política*, vol.10, n.2 (38), abril-junho: 53-66.
- GOLDSMITH, R.W. (1986) *Brasil 1850-1984: desenvolvimento financeiro sob um século de inflação*, São Paulo, Harper & How.
- GOMES, D. C. e NEDER, H. D. (2000) “Pobreza nos Anos 90: os efeitos da estabilização”, *Anais do V Encontro Nacional de Economia Política*, Sociedade Brasileira de Economia Política, Fortaleza, junho.
- GONÇALVES, R. (1990) “Estabilização Macroeconômica e o Imposto sobre a Riqueza”, *Texto de Debate*, nº7, FEA-UFRJ, Rio de Janeiro.
- GONÇALVES, R. (1994) *Ô Abre-Alas: a nova inserção do Brasil na economia mundial*, Rio de Janeiro, Relume-Dumará.
- GONÇALVES, R. (1996) “Globalização Financeira, Liberalização Cambial e Vulnerabilidade Externa da Economia Brasileira”, em: Baumann, R. (Org.) *O Brasil e a Economia Global*, Rio de Janeiro, Ed. Campus – SOBEET, 5ª edição.



- GONÇALVES, R. (1997) “Desestabilização Macroeconômica e Incertezas Críticas: o governo FH e suas bombas de efeito retardado”, em: Mercadante, A. (Org.) *O Brasil Pós-Real: a política econômica em debate*, Campinas, IE-Unicamp.
- GONÇALVES, R. (1999a) “Maxidesvalorização, Vulnerabilidade Externa e a Crise Brasileira”, *Indicadores Econômicos FFE*, vol.27, n.1, junho.
- GONÇALVES, R. (1999b) *Globalização e Desnacionalização*, São Paulo, Ed. Paz e Terra.
- GONÇALVES, R. (1999c) “Distribuição de Riqueza e Renda: alternativa para a crise brasileira”, em: Lesbaupin, I. (Org.) *O Desmonte da Nação: balanço do governo FHC*, Petrópolis, Ed. Vozes.
- GONÇALVES, R. (2002) *Vagão Descarrilhado: o Brasil e o futuro da economia global*, Rio de Janeiro, Ed. Record.
- GONÇALVES, R.; BAUMANN, R.; CANUTO, O. e PRADO, L.C.D. (1998) *A Nova Economia Internacional: uma perspectiva brasileira*, Rio de Janeiro, Ed.Campus, 3ª Edição.
- GONÇALVES, R. e RICHTER, J. (1987) “Intercountry Comparison of Export Performance and Output Growth”, *The Developing Economies*, vol.25,n.1, 3-18.
- GONÇALVES, R. e POMAR, V. (2000) *O Brasil Endividado: como a nossa dívida externa aumentou mais de 100 bilhões de dólares nos anos 90*, São Paulo, Ed. Fundação Perseu Abramo, junho.
- GONÇALVES, R. e POMAR, V. (2002) *A Armadilha da Dívida: como a dívida pública interna impede o desenvolvimento econômico e aumenta a desigualdade social*, São Paulo, Ed. Fundação Perseu Abramo.
- GONZÁLEZ, D.A. (1995) “La Inestabilidad del Programa de Estabilidad en México”, *Indicadores Económicos FFE*, 23 (2): 163-171.
- GOODHART, C.E.(1995) “Dinâmicas Financeiras Privadas e o Desafio às Políticas dos Bancos Centrais”, *Economia e Sociedade*, Campinas, (4), junho.
- GRIFFITH-JONES, S. (1996) “La Crisis del Peso Mexicano”, *Revista de la CEPAL*, 60, dezembro: 151-170.
- GROSSMAN, G.M. e HELPMAN, E.(1991) *Innovation and Growth in the Global Economy*, Cambridge, MA: The MIT Press.
- GUIMARÃES, E. A. (1995) “A Experiência Recente da Política Industrial no Brasil: uma avaliação”, *Texto para Discussão*, nº326, IE-UFRJ, março.

- HAUSMANN, R. e ROJAS-SUÁREZ, L. (Eds.) (1996) *Volatile Capital Flows: taming impact on Latin America*, BID, Washington D.C.
- HAYEK, F. (1977) *O Caminho da Servidão*, São Paulo, Ed. Globo.
- HELLEINER, E. (1996) “Pós-Globalização: é possível inverter a tendência para a liberalização financeira?”, em: Boyer, R. e Drache, D. (Orgs.) *Estados contra Mercados: os limites da globalização*, Instituto Piaget, Lisboa.
- HELPMAN, E. e KRUGMAN, P.R.(1985) *Market Structure and Foreign Trade: increasing returns, imperfect competition and the international economy*, Cambridge, MA: The MIT Press.
- HERMANN, J. (1999) “Estrutura do Sistema Financeiro e Modelos de Financiamento: a experiência brasileira (1964/1997) e suas perspectivas”, *Texto para Discussão*, nº433, IE-UFRJ, abril.
- HERMANN, J. (2000) “A Experiência Argentina de Liberalização Financeira nos anos 90”, *Texto para Discussão*, n.442, IE-UFRJ, março.
- HUERTA, A. (2000) *La Dolarización, Inestabilidad Financiera y Alternativa en el fin del Sexenio*, México, Editorial Diana.
- IANNI, O. (1996) *Teorias da Globalização*, Rio de Janeiro, Ed. Civilização Brasileira, 3ª edição.
- IMF. *International Financial Statistics*, Yearbook, vários números.
- IMF. *World Economic Outlook*, vários números.
- JAYME Jr., F. G. (2001) “Balanced-of-Payments Constrained Economic Growth in Brazil”, *Texto para Discussão*, nº155, CEDEPLAR-UFGM, Belo Horizonte.
- KALECKI, M. (1987) “Formas de Ajuda Externa”, em: *Economias em Desenvolvimento*. Ed. Vértice.
- KEYNES, J.M.(1971) *A Treatise on Money*. London, Mcmillan, vol. 1 e 2.
- KREGEL, J.A. (1993) “Financial Fragility and the Structure of Financial Markets”, *Collana Rapporti Scientifici*, n.157, Università degli Studi di Bologna.
- KREGEL, J.A(1996) “Riscos e Implicações da Globalização Financeira para a Autonomia das Políticas Nacionais”, *Economia e Sociedade*, Campinas, (7), dezembro.
- KREGEL, J.A.(1998) “Yes, “It” did Happen Again – a Minsky crisis happened in Asia”, *mimeo*.

- KRUEGER, A. O.(1978) *Foreign Trade Regimes and Economic Development: liberalisation attempts and consequences*. Cambridge, MA: Ballinger Pub. Co. for NBER.
- KRUEGER, A. O.(1984) “Trade Policies in Developing Countries”, *Handbook of International Economics*, vol.I, Elsevier Science Publishers B.V. 519-569.
- KRUEGER, A. O.(1993) “Reformas Orientadas para o Mercado e a Economia Internacional da década de 90”, em: Zini Jr., A.A. (Org.) *O Mercado e o Estado no Desenvolvimento Econômico nos anos 90*, IPEA, Brasília.
- KRUGMAN, P.R. (1987) “Is Free Trade Passé?”, *The Journal of Economic Perspectives*, 1(2), fall.
- KRUGMAN, P.R.(1988) “La Nueva Teoría del Comercio Internacional y los Países Menos Desarrollados”, *El Trimestre Económico*, v. LV(1), n.217, enero-marzo.
- KUMIE, H. (1996) “O Plano Real e as Mudanças na Estrutura da Tarifa Aduaneira”, *Revista Brasileira de Comércio Exterior*, nº48, julho-setembro.
- LACERDA, A. C. de (1999) *O Impacto da Globalização na Economia Brasileira*, São Paulo, Ed. Contexto, 4ª edição.
- LAMPMAN, R. (1959) “Changes in the Share of Wealth Held by Top Wealthholders, 1922/1956”, *The Review of Economics and Statistics*, vol. XLI, nº4, november.
- LANDAU, E. (1991) “Política de Estabilização Mexicana: 1982-1989”, *Revista de Economia Política*, vol.11, n.4 (44), outubro/dezembro: 05-26.
- LANGHAMMER, R.J. (1993) “As Reformas na Europa e as Economias Latino-americanas”, em: Zini Jr., A.A. (Org.) *O Mercado e o Estado no Desenvolvimento Econômico nos Anos 90*, IPEA, Brasília.
- LAPLANE, M. e SARTI, F. (1997) “IDE e a Retomada do Crescimento Sustentado nos anos 90”, *Economia e Sociedade*, Campinas, (8): 143-181, junho.
- LAPLANE, M., SARTI, F., HIRATUKA, C. e SABBATINI, R. (2000) “Internacionalização e Vulnerabilidade Externa”, em: Lacerda, A. C. (Org.) *Desnacionalização: mitos, riscos e desafios*, São Paulo, Ed. Contexto.
- LESSA, C. (1983) *Quinze Anos de Política Econômica*, São Paulo, Ed. Brasiliense, 4ª edição.
- LESSA, C. (1998) *A Estratégia do Desenvolvimento 1974-1976: sonho e fracasso*, Campinas, IE-Unicamp.
- LEVI, M.L. (1998) “O Sistema Financeiro Japonês no Pós-Guerra e sua Desregulamentação nos anos 80”, em: Cintra, M. A. M. e Freitas, M.C.P.de.

*Transformações Institucionais dos Sistemas Financeiros um estudo comparado*, FAPESP/FUNDAP, São Paulo.

- LIMA, M.L.L.M.P.(1997) *Instabilidade e Criatividade nos Mercados Financeiros Internacionais: condições de inserção dos países do grupo da América Latina*, São Paulo, Ed. Bional.
- LIPSET, S. M. e HAYES, J.W. (1995) “Las Raíces Sociales del Proteccionismo en los Estados Unidos”, em: *La Liberalización del Comercio en el Hemisferio Occidental*, BID/CEPAL, Washington.
- LONDOÑO, J. L. e SZÉKELY, M. (1998) “Sorpresas Distributivas después de una Década de Reformas: América Latina en los noventa”, em: BID, América Latina después de las Reformas, *Pensamiento Iberoamericano*, vol. extraordinario, Madrid.
- LOPES, F. (1986) *O Choque Heterodoxo: combate à inflação e reforma monetária*, Rio de Janeiro, Ed. Campus Ltda., 9ª edição.
- MAGALHÃES, J. C. (2000) “Estimativas do Grau de Abertura da Conta de Capitais no Brasil – 1988 a 1998”, *Texto para Discussão*, nº715, IPEA, março, Brasília.
- MALAGUTI, M.L., CARCANHOLO, R.A. e CARCANHOLO, M.D. (Orgs.) (1997) *A Quem Pertence o Amanhã? Ensaio sobre o neoliberalismo*, São Paulo, Ed. Loyola.
- MALAGUTI, M.L., CARCANHOLO, R.A. e CARCANHOLO, M.D. (Orgs.) (1998) *Neoliberalismo: a tragédia do nosso tempo*, São Paulo, Ed. Cortez, Coleção Questões de nossa época, vol.65, 2ª edição.
- MALAN, P.S. (1991) “Uma Crítica ao Consenso de Washington”, *Revista de Economia Política*, 11 (3): 5-12.
- MANENT, P. (1987) *Histoire Intellectuelle du Liberalisme: dix leçons*. Paris, Hachette Littératures, Pluriel, Calmann-Lévy.
- MARINI, R. M. (2000) *Dialética da Dependência: uma antologia da obra de Ruy Mauro Marini*, Sader, E. (Org.), Petrópolis, Ed. Vozes.
- MARKWALD, R. A. (2001) “O Impacto da Abertura Comercial sobre a Indústria Brasileira: balanço de uma década”, *Revista Brasileira de Comércio Exterior*, nº68, julho-setembro: 04-25.
- MATHIESON, D.J. e ROJAS-SUÁREZ, L. (1993) “Liberalization of the Capital Account: experiences and issues”, *IMI Occasional Paper*, 103, Washington D.C.

- MATTOS, F. A . M. e CARDOSO Jr., J. C. (1998) “A Questão Distributiva no Plano Real”, *Anais do III Encontro Nacional de Economia Política*, Sociedade Brasileira de Economia Política, Niterói, vol. 2, junho: 808-821.
- McCOMBIE, J. e THIRLWALL, A. P. (1994) *Economic Growth and The Balance of Payments Constraint*, London, MacMillan.
- McKINNON, R.I.(1973) *Money and Capital in Economic Development*, Washington D.C.: Brookings Institution.
- McKINNON, R.I.(1982) “The Order of Economic Liberalization: lessons from Chile and Argentina”, em: Brunner, K. e Meltzer, A. (Comps.) *Economic Policy in a World of Change*, Amsterdam, North-Holland Pub. Co.
- McKINNON, R.I.(1991) *The Order of Economic Liberalisation: financial control in the transition to a market economy*, Baltimore, John Hopkins University Press.
- MEDEIROS, C. A. (1997) “Globalização e Inserção Internacional Diferenciada da Ásia e da América Latina”, em: Tavares, M.C. e Fiori, J.L. (Orgs.) *Poder e Dinheiro – uma economia política da globalização*, Petrópolis, Ed. Vozes.
- MEDEIROS, C. A. (1998) “Raízes Estruturais da Crise Financeira Asiática e o Enquadramento da Coreia”, *Economia e Sociedade*, n.11, dezembro, Campinas: 151-172.
- MEDEIROS, C. A. (1999) “China: entre os séculos XX e XXI”, em: Fiori, J.L. (Org.) *Estados e Moedas no Desenvolvimento das Nações*, Petrópolis, Ed. Vozes.
- MEDEIROS, C.A. e SERRANO, F. (1999) “Padrões Monetários Internacionais e Crescimento”, em: Fiori, J.L. (Org.) *Estados e Moedas no Desenvolvimento das Nações*, Petrópolis, Ed. Vozes.
- MEDEIROS, C.A. e SERRANO, F. (2001) “Inserção Externa, Exportações e Crescimento no Brasil”, em: Fiori, J.L. e Medeiros, C.A. (Orgs.) *Polarização Mundial e Crescimento*, Petrópolis, Ed. Vozes, Petrópolis.
- MICHAELY, M.M.; PAPAGEORGIOU, D. e CHOKSI, A. (1991) “Liberalizing Foreign Trade”, *Lessons of Experience in the developing world*, vol. 7, Oxford and Cambridge, MA: Basil Blackwell.
- MINSKY, H. P.(1975) *John Maynard Keynes*, Nova York, Columbia University Press.
- MINSKY, H. P.(1982) *Can “It” Happen Again?: essays on instability and finance*, Nova York, M.E. Sharpe, Inc. Armonk.
- MINSKY, H. P.(1986) *Stabilizing an Unstable Economy*, New Haven: Yale University Press.

- MINSKY, H. P.(1992) “Financiamento e Lucros”, *Cadernos da Ange*, n.2., Associação Nacional dos Cursos de Graduação em Economia, Rio de Janeiro.
- MINSKY, H.(1994) “Integração Financeira e Política Monetária”, *Economia e Sociedade*, Campinas, (3), dezembro.
- MIRANDA, J.C. (1997) “Dinâmica Financeira e Política Macroeconômica”, em: Tavares, M.C. e Fiori, J.L. (Orgs.) *Poder e Dinheiro: uma economia política da globalização*, Petrópolis, Ed. Vozes.
- MIRANDA, J.C. (1998) “A Dinâmica Financeira da Crise Asiática”, *Política Externa*, vol.6, n.4, março-maio.
- MIRANDA, J.C. e TAVARES, M.C. (1999) “Brasil: estratégias de conglomeração”, em: Fiori, J.L. (Org.) *Estados e Moedas no Desenvolvimento das Nações*, Petrópolis, Ed. Vozes.
- MISES, L. v. (1987) *Liberalismo segundo a Tradição Clássica*, Rio de Janeiro, Ed. José Olympio: Instituto Liberal.
- MODIANO, E. (1990) “A Opera dos Três Cruzados: 1985-1989”, em: Abreu, M. de P. (Org.) *A Ordem do Progresso: cem anos de política econômica republicana, 1889-1989*, Rio de Janeiro, Ed. Campus, 13<sup>a</sup>. tiragem.
- MOREIRA, M. M. e CORREA, P.G. (1997) “Abertura Comercial e Indústria: o que se pode esperar e o que se vem obtendo”, *Revista de Economia Política*, vol. 17, nº2 (66), abril-junho.
- NASSIF, A.L. (1999) “Liberalização Comercial e Financeira Externa: implementação e consequências”, *mimeo*.
- NASSUNO, M. (1998) “As Transformações Recentes na Estrutura do Sistema Financeiro Alemão e as Implicações sobre a Política Monetária”, em: Cintra, M. A. M. e Freitas, M.C.P.de. *Transformações Institucionais dos Sistemas Financeiros – um estudo comparado*, FAPESP/FUNDAP, São Paulo.
- NEFFA, J.C. (1996) “Balance de las Políticas Liberales: la experiencia argentina reciente (1989/94)”, *Economia e Sociedade*, Campinas, (7), dezembro: 155-127.
- OCAMPO, J.A.(1999) *La Reforma del Sistema Financiero Internacional: un debate en marcha*, Fondo de Cultura Económica – CEPAL, Chile.
- OIT (1996) *El Empleo en el Mundo 1996/97: las políticas nacionales en la era de la mundialización*, Oficina Internacional del Trabajo, Ginebra.

- OLIVEIRA, G. (Coord.) (1993) “Condicionantes e Diretrizes de Política para a Abertura Comercial Brasileira”, *Texto para Discussão*, nº313, setembro, IPEA, Brasília.
- ORENSTEIN, L. e SOCHACZEWSKI, A.C. (1990) “Democracia com Desenvolvimento: 1956-1961”, em: Abreu, M. de P. (Org.) *A Ordem do Progresso: cem anos de política econômica republicana, 1889-1989*, Rio de Janeiro, Ed. Campus, 13<sup>a</sup>. tiragem.
- PAINCEIRA, J.P.. (2001) “A Atualidade da Hipótese de Instabilidade Financeira e a Crise Financeira da Coreia do Sul de 1997”, *Dissertação de Mestrado*, IE-UFRJ, março.
- PAINCEIRA, J.P. e CARCANHOLO, M. D. (2002) “Abertura Financeira e Vulnerabilidade Externa na América Latina: os impactos sobre Brasil, México e Argentina na década de 90”, *Anais do VII Encontro Nacional de Economia Política*, 28 a 31 de maio, Curitiba.
- PAULA, G.M. de (1994) “Programas de Estabilização Econômica, Liberalização Comercial e Reestruturação Industrial no México”, *Economia Ensaio*, Uberlândia, 9 (1), dezembro : 39-77.
- PAULA, L.F.R.(1999) “Dinâmica da Firma Bancária: uma abordagem não-convencional”, *Revista Brasileira de Economia*, 53 (3), jul/set.
- PAULA, L.F.R. e ALVES Jr., A.J.(1999) “Fragilidade Financeira Externa e Os Limites da Política Cambial no Real”, *Revista de Economia Política*, vol.19, n.1 (73), jan/mar, 72-93.
- PLIHON, D. (1999) “Desequilíbrios Mundiais e Instabilidade Financeira: a responsabilidade das políticas liberais (um ponto de vista keynesiano)”, em: Chesnais, F. (Org.) *A Mundialização Financeira: gênese, custos e riscos*, São Paulo, Ed. Xamã.
- PNAD. *Pesquisa Nacional por Amostragem de Domicílios*, IBGE, vários anos.
- PNUD (2000) *Human Development Report*. Programa das Nações Unidas para o Desenvolvimento. New York, Oxford University Press.
- POCHMANN, M. (1999) *O Trabalho sob Fogo Cruzado: exclusão, desemprego e precarização no final do século*, São Paulo, Editora Contexto.
- PORTELLA FILHO, P. (1994) “Plano Brady: da retórica à realidade”, *Estudos Econômicos*, v.24, nº 1, janeiro-abril: 55-105.

- PORTUGAL, M. S. (1995) “Estabilização de Preços, Âncora Cambial e Balanço de Pagamentos: Brasil, Argentina e México”, *Indicadores Econômicos FEE*, 23 (2): 200-223.
- PRATES, D. M. (1997) “Abertura Financeira e Vulnerabilidade Externa: a economia brasileira na década de noventa”, *Dissertação de Mestrado*, IE-Unicamp, Campinas.
- PRATES, D. M. (1999) “Investimentos de Portfolio no Mercado Financeiro Doméstico”, em: Freitas, M.C.P. (Org.) *Abertura do Sistema Financeiro no Brasil nos anos 90*, FUNDAP-FAPESP-IPEA, Brasília.
- PRYOR, F.L. e SULCOVE, E. (1995) “A Note on Volatility”, *Journal of Post Keynesian Economics*, summer, vol.17, n.4, 525-544.
- RAMÍREZ DE LA O, R. (1996) “La Crisis del Peso Mexicano y La Recesión de 1994-1995: previsible entonces, evitable en el futuro?”, em: Roett, R. (Org.) *La Crisis del Peso Mexicano: perspectivas internacionales*, México, Fondo de Cultura Económica.
- RAMOS, J. (1997) “Un Balance de las Reformas Estructurales en América Latina”, *Revista de la CEPAL*, 62, agosto, Santiago: 15-38.
- RESENDE, A. L. (1985) “A Moeda Indexada: uma proposta para eliminar a inflação inercial”, *Revista de Economia Política*, vol.5, nº 2, São Paulo, abril-junho: 130-134.
- ROCHA, S. (2000) “Pobreza e Desigualdade no Brasil: o esgotamento dos efeitos distributivos do Plano Real”, *Texto para Discussão*, nº721, IPEA, Rio de Janeiro.
- RODRÍGUEZ, F. e RODRIK, D. (1999) “Trade Policy and Economic Growth: a skeptic’s guide to the cross-national evidence”, *NBER Working Paper*, nº 7081, Cambridge, Massachusetts, april.
- ROSE, A.K. (1994) “Exchange Rate Volatility, Monetary Policy and Capital Mobility: empirical evidence in the holy trinity”, *NBER Working Paper*, n.4630, jan.
- ROSENTHAL, G. (1996) “La Evolución de las Ideas Políticas para el Desarrollo”, *Revista de la Cepal*, n.60, Santiago, Diciembre: 7-20.
- SACHS, J.D.(1997) “Trade and Exchange Rate Policies in Growth-oriented adjustment programs”, em: Corbo, V.; Goldstein, M. e Khan, M. (Eds) *Growth oriented adjustment programs*, IMF, Washington D.C.



- SECO, J.F.M. (1994) “Quiebra del Modelo Económico Español”, em: *La Larga Noche Neoliberal – políticas económicas de los ochenta*. Icaria Editorial / Instituto Sindical de Estudios, 2ª. edición, España.
- SERRA, J. (1998) “Alca, Mercosul e Abertura Externa Brasileira”, *Política Externa*, vol.17, n.1, junho: 15-30.
- SERRANO, F. (1998) “Tequila ou Tortilha? Notas sobre a economia brasileira nos anos 90”, *Archétypon*, ano 6, nº18, setembro/dezembro.
- SHAFAEDDIN, S. M. (1994) “The Impact of Trade Liberalization on Export and GDP Growth in Least Developed Countries”, *Discussion Paper*, nº85, Unctad, july.
- SHAW, E. (1973) *Financial Deepening in Economic Development*, N.Y., Oxford University Press.
- SLAUGHTER, M.J. (2000) “Trade and Labor-market Outcomes: what about developing countries?”, *NBER Inter-American Seminar Economics*, july.
- SMITH, A. (1985) *A Riqueza das Nações: investigação sobre sua natureza e suas causas*, São Paulo, Nova Cultural, 2ª edição.
- SMITH, A. (1999) *Teoria dos Sentimentos Morais: ensaio para uma análise dos princípios pelos quais os homens naturalmente julgam a conduta e o caráter, primeiro de seus próximos, depois de si mesmos*, São Paulo, Martins Fontes.
- SOURROUILLE, J.V. e LUCÁNGELI, J. (1983) “Política Económica y Procesos de Desarrollo. La Experiencia Argentina entre 1976 y 1981”, *Estudios y Informes de la CEPAL*, n.27, Santiago-Chile.
- STIGLITZ, J.E. (1999) “More Instruments and Broader Goals: moving toward the post-Washington Consensus”, *Revista de Economia Política*, vol.19, n.1 (73), jan/mar.
- SUPLICY, E. (1989) “Um Simpósio sobre a Distribuição de Renda”, *Revista de Economia Política*, vol.9, nº1, janeiro/março: 117-129.
- TAVARES, M.C. (1982) “Auge e Declínio do Processo de Substituição de Importações no Brasil”, em: Tavares, M.C. *Da substituição de importações ao capitalismo financeiro: ensaios sobre economia brasileira*, Rio de Janeiro, Ed. Zahar, 10ª edição.
- TAVARES, M.C. (1985) “A Retomada da Hegemonia Norte-americana”, em: Tavares, M.C. e Fiori, J.L. (Orgs.) *Poder e Dinheiro – uma economia política da globalização*, Petrópolis, Ed. Vozes, 1997.

- TAVARES, M.C. (1996) “As Políticas de Ajuste no Brasil: os limites da resistência”, em: Tavares, M.C. e Fiori, J.L. *(Des)ajuste Global e Modernização Conservadora*, São Paulo, Ed. Paz e Terra.
- TAVARES, M.C. (1997) “A Economia Política do Real”, em: Mercadante, A. (Org.) *O Brasil Pós-Real: a política econômica em debate*, Campinas, IE-Unicamp.
- TAVARES, M.C. (1999) “Império, Território e Dinheiro”, em: Fiori, J. L. (Org.) *Estados e Moedas no Desenvolvimento das Nações*, Petrópolis, Ed. Vozes.
- TAVARES, M.C. e MELIN, L.E. (1997) “Pós-escrito 1997: a reafirmação da hegemonia norte-americana”, em: Tavares, M.C. e Fiori, J.L. (Orgs.) *Poder e Dinheiro: uma economia política da globalização*, Petrópolis, Ed. Vozes.
- TAVARES, M.C. e MELIN, L.E. (1998) “Mitos Globais e Fatos Regionais: a nova desordem internacional”, em: *Globalização – o fato e o mito*, Rio de Janeiro, Ed. Uerj.
- TAYLOR, L. (1988) “La Apertura Económica: problemas hasta fines del siglo”, *I/I Trimestre Económico*, v. LV(1), n.217, enero-marzo, 67-174.
- TEN KATE, A. (1992) “El Ajuste Estructural de México: dos historias diferentes”, *Pensamiento Iberoamericano*, n.21: 57-78.
- THIRLWALL, A. P. (1979) “The Balance of Payments Constraint as an Explanation of International Growth Rate Differences”, *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, March, 128: 45-53.
- THIRLWALL, A. P. (1997) “Reflections on the Concept of Balance-of-Payments-Constrained Growth”, *Journal of Post Keynesian Economics*, Spring, 19 (3); 377-85.
- TOLEDO, E.G. (1994) “El Estilo Neoliberal de Desarrollo y sus Alternativas”, em: Toledo, E.G. (Coord.) *Democracia y Política Económica Alternativa*, La Jornada Ediciones/UNAM, México.
- TOLEDO, E.G. (1995) “Neoliberalismo e Estado”, em: Laurell, A.C. (Org.) *Estado e Políticas Sociais no Neoliberalismo*, São Paulo, Ed. Cortez.
- TORRES FILHO, E.T. (1999) “Japão: da industrialização tardia à globalização financeira”, em: Fiori, J. L. (Org.) *Estados e Moedas no Desenvolvimento das Nações*, Petrópolis, Ed. Vozes.
- UNCTAD. *World Investment Report*, vários anos.
- UNCTAD (1999) *Trade and Development Report*, ONU, New York and Geneva.

- URDIALES, E.C. (Org.) (1991) *El Tratado de Libre Comercio: informe para la comisión de comercio de la cámara de diputados*. Facultad de Economía / UNAM, México.
- VIANA, S. B. (1990a) "Política Econômica Externa e Industrialização: 1946-1951", em: Abreu, M. de P. (Org.) *A Ordem do Progresso: cem anos de política econômica republicana, 1889-1989*, Rio de Janeiro, Ed. Campus, 13<sup>a</sup>. tiragem.
- VIANA, S. B. (1990b) "Duas Tentativas de Estabilização: 1951-1954", em: Abreu, M. de P. (Org.) *A Ordem do Progresso: cem anos de política econômica republicana, 1889-1989*, Rio de Janeiro, Ed. Campus, 13<sup>a</sup>. tiragem.
- VILLAREAL, R. (1984) *A Contra-revolução Monetarista: teoria, política econômica e ideologia do neoliberalismo*, Rio de Janeiro, Ed. Record.
- WILLIAMSON, J. (1989) *A Economia Aberta e a Economia Mundial: um texto de economia internacional*, Rio de Janeiro, Ed. Campus.
- WILLIAMSON, J. (1990) *Latin American Adjustment. Institute for International Economics*, Washington D.C.
- WILLIAMSON, J. (1992) "Reformas Políticas na América Latina na Década de 80", *Revista de Economia Política*, 12 (1): 43-49.
- WILLIAMSON, J. (1994) *The Political Economy of Policy Reform*, Institute for International Economics, Washington D.C.
- WORLD BANK. *World Tables*, vários anos.